

NORTHWATER

Northwater Top 75 Income Trusts PLUS
Rapport annuel
31 décembre 2008





HISTORIQUE

Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport de la direction sur le rendement du Fonds	4
Rapport du comité d'examen indépendant	28
Responsabilité de la direction	33
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts	34
États financiers vérifiés	35
Northwater Capital Management Inc.	64

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Top 75 Income Trusts ^{Plus} (la « Fiducie ») est un fonds de placement à capital fixe inscrit à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN, dont l'objectif est d'offrir le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre. Au 31 décembre 2008, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 2,37 \$. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le rendement de la Fiducie, compte tenu des distributions, s'établit à -66,19 %. Comparativement, l'indice obligataire universel DEX a enregistré un rendement de 6,41 % sur la même période, l'indice composé S&P/TSX, un rendement de -33,00 % et l'indice S&P 500, un rendement de -37,00 % en dollars américains, soit une perte de 21,20 % en dollars canadiens. La Fiducie a versé des distributions de 0,90 \$ par part au cours de l'exercice.

Globalement, le rendement de la Fiducie en 2008 a été décevant, que l'on considère le rendement absolu ou l'absence de neutralité par rapport aux rendements des autres catégories d'actifs. Toutes les catégories d'actifs ont souffert de l'inquiétude grandissante à l'égard du système financier mondial. Les placements de la Fiducie dans des fonds de couverture n'ont pas été épargnés

La crise du crédit apparue tout d'abord sur le marché des prêts hypothécaires à risque aux Etats-Unis au cours du dernier trimestre de 2007 a gagné l'ensemble des marchés en 2008. Les marchés du crédit se sont contractés, les banques ont réduit le volume des prêts interbancaires et la spirale de désendettement qui s'en est suivie a nui à tous les acteurs du marché, y compris les fonds de couverture. Les stratégies fondées sur la normalisation des écarts historiques ont subi de plein fouet l'élargissement des écarts, tandis que le prix du levier financier et son accessibilité ont nui aux fondamentaux de certaines activités rentables par ailleurs. L'incertitude en matière de réglementation s'est aggravée au milieu de 2008, de nouvelles règles en matière de vente à découvert ayant réduit la capacité de certains fonds à se couvrir suffisamment sur les marchés boursiers. La faillite de Lehman Brothers, puis le sauvetage d'AIG, ont ajouté à l'incertitude qui régnait sur le marché au début du dernier trimestre de 2008. L'augmentation des écarts sur les marchés du crédit, combinée aux pressions de nature technique s'exerçant sur les cours et à la volatilité accrue des instruments de couverture, explique les rendements extrêmement volatils et souvent négatifs des fonds de couverture détenus par la Fiducie. Alors que les gestionnaires des fonds de couverture réduisaient le risque auquel étaient exposés leurs portefeuilles, les investisseurs ont exigé vers la fin de l'année, de la part de ces mêmes gestionnaires, un rendement du capital supérieur, ce qui a accru la pression exercée sur les placements sous-jacents des fonds de couverture.

La détérioration persistante des marchés du crédit et de la conjoncture économique, à l'échelle mondiale, dans la deuxième moitié de l'année a par ailleurs lourdement pesé sur le rendement des fiducies de revenu. Le rendement du portefeuille de fiducies de revenu géré passivement que détient la Fiducie reflète la chute brutale des marchés boursiers et plus particulièrement celle du marché des fiducies de revenu en 2008.

Malgré l'amélioration des perspectives du marché pour de nombreuses stratégies de couverture, la Fiducie procède de façon ordonnée à la liquidation de son portefeuille, en vue de la cessation de ses activités le 31 décembre 2009, conformément à son prospectus. Par conséquent, nous faisons tout pour générer des liquidités afin d'assurer les remboursements de capital aux porteurs de parts.

Le 31 janvier 2009, environ 52 % de l'actif du Fonds (108 % de l'actif de la Fiducie) étaient exposés aux mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements les plus récents dont le conseiller en placement dispose, la société de gestion prévoit qu'environ 31 % de l'actif du Fonds (répartis sur 18 fonds de couverture) (64 % de l'actif de la Fiducie) pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà du 31 décembre 2009, date de la liquidation du Fonds.

Étant donné les conditions de marché actuelles, et en raison des contraintes de liquidité qui pèsent sur les fonds de couverture sous-jacents, il est probable, selon le conseiller en placement, que l'existence du Fonds soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue.



DANIEL C.R. MILLS, CFA
Administrateur délégué et
directeur adjoint des placements
Northwater Capital Management Inc.



DAVID S. FINCH, CFA
Administrateur délégué
et directeur des placements
Northwater Capital Management Inc.

Le 23 mars 2009

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement du fonds contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers complets de Northwater Top 75 Income Trusts ^{Plus} (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008 est annexé à ce rapport à titre d'information.

Les porteurs de titres peuvent obtenir sans frais un exemplaire des politiques et des procédures de vote par procuration du fonds, du dossier de vote par procuration et de l'information trimestrielle. Prière de contacter Northwater Fund Management Inc. par téléphone, au 1-888-429-8774, ou par courrier postal à l'adresse Suite 4700, Brookfield Place, Bay Wellington Tower, 181 Bay Street, P.O. Box 794, Toronto, Ontario, M5J 2T3. On peut également obtenir ces renseignements sur notre site à l'adresse www.northwatercapital.com ou celui de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Northwater Top 75 Income Trusts ^{Plus} (la « Fiducie ») est gérée par Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion »). Aux termes de la déclaration de fiducie, la société de gestion assume la gestion des activités de la Fiducie et son administration, et en supervise le portefeuille. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») a été retenu par la société de gestion pour donner des conseils en placement et pour gérer le portefeuille de la Fiducie conformément aux objectifs de placement de cette dernière. Dans l'exercice de ses fonctions, la société de gestion doit veiller à la mise en place de systèmes informatiques, de procédures et de contrôles appropriés pour s'assurer que l'information utilisée par la Fiducie et fournie aux porteurs de parts est complète et fiable. La société de gestion assume cette responsabilité avec sérieux et estime que les systèmes, les procédures et les contrôles mis en place pour la Fiducie sont appropriés.

Tous les montants qui figurent dans le présent rapport sont présentés en dollars canadiens, à moins d'indication contraire.

Adoption de nouvelles normes comptables

En décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 3862 du *Manuel de l'Institut Canadien des Comptables Agréés* (« ICCA »), « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 »), et le chapitre 3863, « Instruments financiers – présentation » (le « chapitre 3863 »), lesquels décrivent de façon exhaustive les exigences en matière de présentation et d'informations à fournir concernant les instruments financiers.

Toujours en décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 1535 du *Manuel de l'ICCA*, « Informations à fournir concernant le capital » (le « chapitre 1535 »), lequel établit des normes relativement à la présentation d'informations sur le capital d'une entité et la façon dont l'entité gère ce capital.

Les exigences des chapitres 3862, 3863 et 1535 s'appliquent aux états financiers intermédiaires et annuels des exercices ouverts à compter du 1^{er} octobre 2007, et les notes afférentes aux états financiers tiennent compte de ces exigences.

Objectifs de placement et stratégies

Objectifs de placement

Les objectifs de placement de la Fiducie consistent à verser des distributions mensuelles aux porteurs de parts et à maintenir à un niveau raisonnable la prime de risque de ses placements en fonds de couverture par rapport à son portefeuille de fiducies de revenu.

Stratégies de placement

La Fiducie a investi un montant égal au produit net du placement de ses parts dans un portefeuille équilibré composé des 75 fiducies de revenu les plus importantes selon la capitalisation boursière, inscrites à la Bourse de Toronto. Le portefeuille de fiducies de revenu est rééquilibré au moins une fois l'an afin de tenir compte de l'évolution de la valeur de marché des titres, d'ajouter de nouvelles fiducies de revenu admissibles et de supprimer les fiducies de revenu qui ne répondent plus aux critères d'admissibilité.

La Fiducie est également exposée à un portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») conclu avec une banque canadienne (le « cocontractant »), dont la notation à long terme est AA-. Le contrat à terme confère à la Fiducie une exposition aux performances du Enhancement Fund Limited (le « Fonds »). Le Fonds détient un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture »). Pour s'assurer plus facilement cette exposition au portefeuille de fonds de couverture par l'intermédiaire du contrat à terme, la Fiducie a emprunté environ 10 % du produit net du placement de ses parts, qu'elle a investi dans un portefeuille d'actions ordinaires de sociétés ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »), qui a ensuite été cédé au cocontractant au titre du contrat à terme. Aux termes du contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires est échangé

contre le rendement du Fonds. Conformément au contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires a été cédé en garantie au cocontractant. La valorisation de la Fiducie n'est pas touchée par la variation de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires puisque les gains et les pertes sont neutralisés grâce au contrat à terme. Cela étant, la Fiducie est exposée au portefeuille d'actions ordinaires. Le rendement de la Fiducie est fondé d'une part sur son exposition au Fonds à travers le contrat à terme, et d'autre part sur la valeur des fiducies de revenu, par ses placements directs.

L'exposition cible au Fonds équivaut à 100 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2008 s'établissait à 201 %. La Fiducie est tenue de prendre des mesures en vue de réduire le levier financier si cette exposition dépasse 120 %. Elle les a mises en place en janvier 2009. Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement du Fonds utilise des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages de la diversification et de réduire la volatilité attendue. Rien ne garantit que la Fiducie obtiendra un rendement corrigé du risque élevé.

Processus de gestion des placements

Pendant toute la durée de l'exercice, la Fiducie a mis en œuvre sa stratégie et poursuivi ses objectifs de placement en instaurant un processus de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, la Fiducie doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement. À cette fin, celui-ci dispose d'une équipe de professionnels en placement qui recherche, analyse et surveille les placements détenus par la Fiducie et le Fonds. Toutes les recherches sur les placements sont faites sur place.

Le processus et les systèmes servant à la sélection, à l'exécution et à la surveillance des placements de la Fiducie dans des fiducies de revenu ont été élaborés par le conseiller en placement qui les utilise depuis plus de 19 ans pour la gestion de placements dans des fonds de couverture et de fonds indiciaires pour ses clients institutionnels.

Le conseiller en placement ne gère pas de portefeuilles de fiducies de revenu pour d'autres clients que la Fiducie, ni ne donne de conseils à cet égard.

Le conseiller en placement a élaboré un processus exclusif de sélection qui lui permet de se prononcer sur les choix de placements et de surveiller les fonds de couverture dans lesquels le portefeuille de fonds de couverture pourrait investir.

Le processus de gestion des placements consiste en la sélection et la surveillance continue des fonds de couverture dans lesquels le Fonds investit, ce qui comprend notamment une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture, comportant des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et l'obtention de recommandations du secteur; un contrôle diligent rigoureux des placements et des activités; la constitution d'un portefeuille modèle diversifié faisant appel à différentes techniques de constitution de portefeuille, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les analyses de facteurs, ainsi que l'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie, nécessaire à la gestion de stratégies neutres et de stratégies sur instruments dérivés complexes.

Le conseiller en placement offre ses services de gestion de portefeuille et de conseil à des clients qui détiennent des placements dans des fonds de couverture autres que ceux du portefeuille de fonds de couverture. Les portefeuilles des clients qui partagent des objectifs de placement semblables sont habituellement gérés de la même façon. Les décisions relatives à la répartition de l'actif sont prises en fonction des directives et des restrictions formulées par les clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis entre les portefeuilles des clients selon la méthode que le conseiller en placement juge équitable dans les circonstances.

Levier financier

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Le montant de la facilité de crédit alloué à la Fiducie pour lui permettre de mettre en œuvre sa stratégie de placement ne peut excéder 10 % du total de son actif, tel qu'il est établi au moment de l'emprunt. Des montants supplémentaires peuvent être empruntés aux termes de la facilité de crédit et être affectés au fonds de roulement, pourvu que le montant total des emprunts ne dépasse pas 15 % du total de l'actif de la Fiducie immédiatement après l'emprunt. Si, à quelque moment que ce soit, le montant des emprunts en cours en vertu de la facilité de crédit excède 20 % du total de l'actif de la Fiducie, le fiduciaire fera en sorte que la Fiducie vende des parts de fiducies de revenu et affecte le produit de la vente à la réduction de la dette afin que le montant total de ses emprunts n'excède pas 20 % du total de son actif. En cas de défaut de la part de la Fiducie aux termes de la facilité de crédit, le recours de la banque sera limité à l'actif de la Fiducie.

Le levier financier utilisé par la Fiducie au 31 décembre 2008 pour effectuer des placements s'établissait à 13,03 % (15,17 % au 31 décembre 2007).

Risques

Les tableaux qui suivent présentent le profil de risque du Fonds et de la Fiducie et des placements qu'ils détiennent dans des fonds de couverture depuis leur lancement et pour les exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007.

Statistiques de la Fiducie	Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2008	Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2007
Nombre de rendements mensuels positifs	27	22
Nombre de rendements mensuels négatifs	21	13
Pourcentage des mois négatifs	43,8 %	37,1 %
Rendement moyen des mois négatifs	(7,33)%	(3,54)%
Rendement mensuel le plus bas	(34,41)%	(9,86)%

Statistiques des fonds de couverture	Exercice terminé le 31 décembre 2008	Exercice terminé le 31 décembre 2007
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ^{1,2}	4	17
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ^{1,2}	19	7
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ^{2,3}	16,78 %	6,92 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ^{2,4}	0,43	0,27

1. D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007, respectivement.
2. D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 31 décembre 2008 et 2007 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.
3. L'écart type mesure la dispersion des rendements autour d'une moyenne (le rendement moyen). Un écart type faible représente un risque peu élevé que les rendements obtenus s'éloignent de façon importante de la moyenne.
4. La corrélation indique dans quelle mesure des variables (par exemple, les rendements de deux fonds de couverture) évoluent de la même façon.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque de la Fiducie n'a été effectuée au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008. Toutefois, le secteur des fonds de couverture, comme d'autres secteurs, a souffert des turbulences qu'ont connues les marchés en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement.

La modification des caractéristiques de risque de la Fiducie est le reflet de l'importante tension qui a pesé sur l'ensemble du système financier en 2008. Les rendements mensuels de la Fiducie ont suivi en 2008 une tendance inhabituellement négative et la Fiducie a enregistré son rendement mensuel le plus bas depuis son établissement.

Comme le montre le tableau des statistiques des fonds de couverture ci-dessus, la diversification des gestionnaires n'a pas suffi à éviter les effets dévastateurs de la vague de désendettement qui a envahi tout le secteur. La volatilité des rendements obtenus par les gestionnaires des fonds sous-jacents (exprimée par l'écart type) a grimpé à 16,65 %, comparativement à 3,60 % en 2007.

Le degré de similitude entre les rendements des gestionnaires (corrélation moyenne entre les fonds de couverture), particulièrement faible et stable par le passé, a fortement augmenté en 2008, ce qui traduit le fait que l'ensemble des marchés financiers connaissent actuellement des difficultés.

Un grand nombre de stratégies utilisées par les fonds de couverture sont fondées sur l'existence de marchés fonctionnels permettant notamment aux gestionnaires de prendre des positions à découvert. Les fonds de couverture ont subi des pertes non seulement en raison de la tension exercée sur les marchés, et de la difficulté à soutenir des positions à découvert, mais aussi par suite du gel des liquidités qui a paralysé de nombreux marchés. Certains gestionnaires n'ont pas été en mesure de vendre des actifs afin d'éviter des pertes additionnelles ou de financer le rachat de parts. La pénurie persistante de liquidités a conduit de nombreux fonds de couverture sous-jacents détenus par la Fiducie à faire jouer diverses restrictions sur les rachats de parts, notamment la limitation des rachats à un pourcentage maximum de la valeur liquidative totale du fonds, la suspension temporaire des rachats ou une liquidation contrôlée des positions en vue d'une cessation des activités du fonds.

Le 31 janvier 2009, environ 52 % de l'actif du Fonds étaient exposés aux mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements les plus récents dont elle dispose, la société de gestion prévoit qu'environ 31% de l'actif du Fonds (réparti sur 5 fonds de couverture) pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà du 31 décembre 2009, date de la liquidation du Fonds.

Étant donné les conditions de marché actuelles, et en raison des contraintes de liquidité qui pèsent sur les fonds de couverture sous-jacents, il est probable, selon la société de gestion, que l'existence du Fonds soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue à l'origine le 31 décembre 2009.

Le 31 décembre 2008, le conseiller en placement avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents, en prévision de la date de liquidation fixée pour le Fonds.

Le tableau suivant présente le calendrier prévu pour le règlement des rachats demandés aux gestionnaires des fonds de couverture sous-jacents :

Règlement des rachats prévus en 2009, classés selon le statut des fonds visés :

	<u>Montant (\$)</u>	<u>% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008</u>
Rachats soumis à restrictions ^{1, 2}	702 090	12 %
En liquidation	942 477	16 %
Cours normal des activités	2 220 757	38 %
	<u>3 865 324</u>	<u>66 %</u>

Règlement des rachats prévus après 2009, classés selon le statut des fonds visés :

	<u>Montant (\$)</u>	<u>% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008</u>
Rachats soumis à restrictions ¹	954 204	16 %
En liquidation	1 034 800	18 %
	<u>1 989 004</u>	<u>34 %</u>

1. La catégorie des rachats soumis à restrictions correspond aux cas où le gestionnaire a appliqué certaines restrictions à la demande de rachat, notamment en interrompant les rachats, en imposant des limitations ou en restructurant le fonds, pour créer par exemple une catégorie d'actions de liquidation.
2. Bien que ces rachats soient actuellement soumis à des restrictions, la société de gestion prévoit que le règlement aura lieu en 2009.

Le prospectus du Fonds comporte une description détaillée des risques que représente un investissement dans le Fonds. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Résultats

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a affiché un rendement de -66,19 %, compte tenu des distributions. Les distributions de l'exercice ont totalisé 1 653 565 \$, soit 0,90 \$ par part.

Résultats du portefeuille de fiducies de revenu

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, tous les types de fiducies de revenu détenues par la Fiducie ont dégagé des rendements négatifs, compte non tenu des distributions, les fiducies commerciales ayant enregistré les résultats les plus faibles. Parallèlement, l'indice plafonné des fiducies de revenu S&P/TSX a affiché un rendement de -26,08 % avec réinvestissement des distributions, pour l'exercice.

Le tableau suivant présente les gains et pertes réalisés et non réalisés par type de fiducie de revenu pour les exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007.

<u>Catégories de fiducies</u>	<u>Exercice terminé le 31 décembre 2008</u>	<u>Exercice terminé le 31 décembre 2007</u>
Fiducies commerciales	(2 484 093) \$	731 010 \$
Fiducies du secteur de l'énergie	(442 119)	(653 421)
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines	(352 795)	35 671
Fiducies de placement immobilier	(1 138 384)	(91 557)

Le marché des fiducies de revenu a été volatil au cours du premier semestre de 2008, et la rapide détérioration de la conjoncture financière et économique mondiale au deuxième semestre a considérablement nui au rendement. Tout au long de l'année, le déclin des marchés de l'immobilier et du crédit n'a cessé de s'aggraver, et le malaise s'est répandu dans tous les secteurs de l'économie à l'échelle mondiale, les gouvernements et les banques centrales se révélant incapables de contrecarrer la dégradation des fondamentaux. Le rendement largement négatif du portefeuille de fiducies de revenu détenu par la Fiducie est le résultat de cette évolution générale de l'économie.

Résultats du portefeuille de fonds de couverture

Le rendement du Fonds s'est établi à -26,80 % (en dollars US) pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008. La plus forte contribution au rendement des fonds de couverture provient de la stratégie sur titres adossés à des créances mobilières, tandis que les résultats de la stratégie d'arbitrage de produits de taux ont été les plus faibles.

Le tableau qui suit présente le rendement en dollars US par stratégie de placement du Fonds, pour les exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007.

<u>Stratégie</u>	<u>Exercice terminé le 31 décembre 2008</u>	<u>Exercice terminé le 31 décembre 2007</u>
Activiste	(35,34) %	6,08 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	2,16 %	18,56 %
Arbitrage sur titres en difficulté	(11,97) %	20,48 %
Arbitrage de produits de taux	(56,21)	5,02 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	(22,68) %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	(30,25) %	(1,98) %
Multistratégie	(36,13) %	10,64 %
Arbitrage de réassurance	(2,53) %	15,16 %
Arbitrage statistique	(10,65) %	(11,52) %
Arbitrage sur financement structuré	(52,79) %	4,99 %

À mesure que la crise gagnait l'ensemble des marchés, on assistait à une baisse du rendement des fonds de couverture pour presque toutes les stratégies de placement. Les stratégies fondées sur la normalisation des écarts historiques ont subi de plein fouet la constante augmentation des écarts, tandis que le coût du levier financier et son accessibilité nuisaient aux fondamentaux de certains fonds rentables par ailleurs. L'incertitude en matière de réglementation s'est aggravée au milieu de 2008, de nouvelles règles en matière de vente à découvert ayant réduit la capacité de certains fonds à se couvrir suffisamment sur les marchés boursiers. Alors que les gestionnaires de fonds de couverture réduisaient le risque auquel étaient exposés leurs portefeuilles, les investisseurs ont exigé vers la fin de l'année, de la part de ces mêmes gestionnaires, un rendement du capital supérieur, ce qui a accru la pression exercée sur les placements sous-jacents des fonds de couverture.

Les rendements obtenus par certains gestionnaires pratiquant l'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières ont été suffisants pour générer un rendement global légèrement positif pour l'exercice. Cependant, les rendements obtenus par les gestionnaires pratiquant l'arbitrage sur titre adossés à des créances hypothécaires représentent mieux la volatilité et le manque de liquidité accrus qui ont marqué les marchés hypothécaires.

Les stratégies d'arbitrage de produit de taux et d'arbitrage de financement structuré ont été les moins rentables, ayant souffert de la dislocation du marché du crédit.

La stratégie activiste s'est montrée inefficace, car les actions prises par le gestionnaire du fonds de couverture sous-jacent n'ont pas suffi à compenser les effets de la baisse des marchés boursiers.

Les gestionnaires pratiquant des stratégies multiples, qui ont réussi par le passé à recueillir les fruits de la diversification stratégique, ont dû composer avec les évolutions techniques du marché et, par la suite, avec les pressions des demandes de rachats des investisseurs, combinaison qui a mené à un rendement négatif.

Au 31 décembre 2008, la Fiducie avait contracté des emprunts totalisant 496 807 \$ dans le cadre d'une facilité d'emprunt renouvelable souscrite auprès d'une institution financière canadienne. Au 31 décembre 2008, le levier financier s'établissait à 13,03 %. La Fiducie a recours au levier financier en vue d'accroître le rendement de ses investissements.

La Fiducie a racheté 431 050 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation, pour un coût total de 3 310 276 \$, ce qui a ajouté 0,92 % au rendement global.

État du portefeuille de placements¹

Comme il est décrit à la rubrique « Stratégies de placement » du présent rapport, la stratégie de la Fiducie consiste à fournir aux porteurs de parts i) une exposition à 100 % à un portefeuille équilibré composé des 75 fiducies de revenu les plus importantes selon la capitalisation boursière, inscrites à la Bourse de Toronto, ainsi que ii) une exposition à 100 % à un portefeuille largement diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre, à travers Enhancement Fund Limited (le « Fonds »). La Fiducie détient directement le portefeuille de fiducies de revenu. Elle n'investit pas directement dans le Fonds; elle obtient plutôt le rendement net du Fonds par le biais d'un contrat à terme conclu avec une importante institution financière. Aux termes du contrat à terme, le cocontractant fournit à la Fiducie le rendement du Fonds, en échange du rendement des actions ordinaires sans dividende de sociétés canadiennes qu'elle a acquises et revendues à terme. Comme les actions ordinaires sont vendues à terme, la Fiducie n'est pas réellement exposée à ces actions.

Les rubriques qui suivent décrivent de façon détaillée les deux volets du portefeuille de placements de la Fiducie : le portefeuille de fiducies de revenu et l'exposition au portefeuille de fonds de couverture obtenue au moyen du contrat à terme.

Parts de fiducies de revenu

La Fiducie détient directement un portefeuille largement diversifié composé des 75 fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto ayant la plus forte capitalisation boursière. La liste complète des fiducies de revenu détenues par la Fiducie au 31 décembre 2008 figure dans l'état des titres en portefeuille. Au 31 décembre 2008, la Fiducie détenait 75 fiducies de revenu. Conformément à sa politique, la Fiducie rééquilibre le portefeuille de fiducies de revenu au moins une fois par an de façon à préserver d'une part des pondérations égales entre les fiducies, d'autre part la représentation des 75 fiducies les plus importantes.

Répartition de l'actif selon les catégories de fiducies

Le tableau suivant présente des données sur le portefeuille de fiducies de revenu détenu par la Fiducie.

Placements du portefeuille de fiducies de revenu

Catégories de fiducies	31 décembre 2008			31 décembre 2007		
	Nbre de fiducies de revenu	Juste valeur		Nbre de fiducies de revenu	Juste valeur	
Fiducies commerciales	28	1 835 070 \$	37 %	28	6 049 264 \$	38 %
Fiducies du secteur de l'énergie . .	26	1 774 090	36 %	25	5 236 511	33 %
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines	7	450 714	9 %	7	1 675 362	10 %
Fiducies de placement immobilier	14	880 735	18 %	14	3 040 812	19 %
	<u>75</u>	<u>4 940 609 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>74</u>	<u>16 001 949 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau suivant présente le placement le plus important dans chaque catégorie de fiducies de revenu, en pourcentage de la valeur totale de l'actif net de la Fiducie au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007.

Catégories de fiducies	31 décembre 2008	31 décembre 2007
Fiducies commerciales	2,26 %	1,55 %
Fiducies du secteur de l'énergie	2,78 %	1,62 %
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines	1,97 %	1,51 %
Fiducies de placement immobilier	1,94 %	1,44 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principales fiducies de revenu détenues par la Fiducie au 31 décembre 2008.

25 principaux placements en fiducies de revenu	Type de placement	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
Extencicare Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	318 735 \$	105 774 \$	2,78 %
Artis Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	173 360	86 258	2,26 %
Livingston International Income Fund	Parts de fiducie	153 545	83 430	2,19 %
Morguard Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	111 301	82 440	2,16 %
Wajax Income Fund	Parts de fiducie	61 742	81 900	2,15 %
Zargon Energy Trust	Parts de fiducie	107 495	77 715	2,04 %
AG Growth Income Fund	Parts de fiducie	139 378	77 560	2,03 %
Armetic Infrastructure Income Fund	Parts de fiducie	101 248	76 455	2,01 %
Keyera Facilities Income Fund . . .	Parts de fiducie	66 887	76 367	2,00 %
Parkland Income Fund	Parts de fiducie	201 374	75 334	1,98 %
Energy Savings Income Fund	Parts de fiducie	138 323	75 308	1,98 %
Mullen Group Income Fund	Parts de fiducie	169 301	74 930	1,97 %
Chartwell Seniors Housing REIT	Parts de fiducie	189 177	74 106	1,94 %
H&R Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	193 953	74 000	1,94 %
Enerflex Systems Income Fund . . .	Parts de fiducie	80 656	73 485	1,93 %
Macquarie Power & Infrastructure Income Fund	Parts de fiducie	130 423	72 842	1,91 %
Bell Aliant Regional Communications Income Fund	Parts de fiducie	86 769	72 757	1,91 %
Gaz Metro Limited Partnership . . .	Parts de fiducie	122 251	71 830	1,88 %
InnVest Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	220 683	71 238	1,87 %
Epcor Power LP	Parts de fiducie	141 592	70 800	1,86 %
Labrador Iron Ore Royalty Income Fund	Parts de fiducie	89 353	70 224	1,84 %
Daylight Resources Trust	Parts de fiducie	129 215	70 169	1,84 %
Allied Properties Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	116 303	69 496	1,82 %
Primaris Retail Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	91 618	69 300	1,82 %
Yellow Pages Income Fund	Parts de fiducie	142 827	67 991	1,78 %

Fonds de couverture

La Fiducie est exposée au portefeuille diversifié de fonds de couverture à travers le contrat à terme. La valeur notionnelle du contrat à terme s'établissait à 1 871 724 \$ CA et à 7 085 168 \$ US au 31 décembre 2008, et l'actif net du Fonds était de 6 325 930 \$ US. Le portefeuille de fonds de couverture mise surtout sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller en placement juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement croit que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse approfondie.

Le portefeuille de fonds de couverture contient des placements dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles; il est, par le fait même, assujéti aux risques spécifiques à ce type de stratégies. C'est pourquoi le conseiller en placement cherche à diversifier le portefeuille de fonds de couverture entre 14 stratégies de placement différentes. Les fonds de couverture auxquels la Fiducie est exposée sont établis dans des territoires offshore et préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou selon les normes comptables internationales.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le Fonds a demandé le rachat de ses parts sur huit fonds de couverture, soit deux fonds d'arbitrage de financement structuré, un fonds d'arbitrage sur valeur relative du secteur de l'énergie, un fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières, un fonds multistratégie, un fonds d'arbitrage statistique et deux fonds d'arbitrage sur titres en difficulté (pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007, le Fonds avait investi dans six nouveaux fonds de couverture et avait demandé le rachat de ses parts sur huit fonds).

Au 31 décembre 2008, le portefeuille de fonds de couverture était constitué de 23 fonds de couverture gérés par 20 gestionnaires employant 9 stratégies neutres ou de couverture. Le conseiller en placement est d'avis que cette vaste gamme de fonds de couverture favorise la diversification nécessaire à la réalisation des objectifs risque/rendement et ceux de la stratégie neutre par rapport au marché.

Répartition de l'actif selon la stratégie des fonds de couverture

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture, classés par stratégie, aux 31 décembre 2008 et 2007. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Placements du portefeuille de fonds de couverture

Stratégie	31 décembre 2008			31 décembre 2007		
	Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)		Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)	
Activiste	1	532 392 \$	9 %	1	823 361 \$	5 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	2	392 981	7 %	3	2 393 950	13 %
Arbitrage sur titres en difficulté	1	92 079	2 %	4	2 214 191	12 %
Arbitrage de produits de taux	3	445 802	8 %	3	1 138 400	6 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	—	—	1	213 907	1 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	1 449 421	25 %	4	2 727 271	15 %
Multistratégie	6	1 490 007	25 %	6	3 918 539	22 %
Arbitrage de réassurance	2	388 057	6 %	2	1 199 750	7 %
Arbitrage sur financement structuré	1	369 826	6 %	2	1 456 923	8 %
Arbitrage statistique	3	693 763	12 %	4	2 024 325	11 %
	<u>23</u>	<u>5 854 328 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>30</u>	<u>18 110 617 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau suivant présente les placements du Fonds dans les fonds de couverture, par stratégie, au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les fonds ci-dessous en fonction de leur exposition à chacune des stratégies représentées. La pondération des stratégies varie souvent et peut différer d'un exercice à l'autre.

Stratégie	31 décembre 2008	31 décembre 2007
Activiste	16,96 %	4,85 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	9,27 %	7,06 %
Arbitrage sur titres en difficulté	2,93 %	3,88 %
Arbitrage de produits de taux	6,46 %	2,61 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	1,26 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	15,08 %	6,07 %
Multistratégie	11,93 %	6,29 %
Arbitrage de réassurance	9,86 %	5,28 %
Arbitrage sur financement structuré	11,78 %	4,99 %
Arbitrage statistique	13,66 %	5,11 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, l'ensemble des fonds de couverture détenus par le Fonds au 31 décembre 2008. Le Fonds communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de son actif net à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net du Fonds sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières du Fonds.

Placements dans des fonds de couverture	Type de placement	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
Icahn Fund Ltd.*	Actions participatives	600 000 \$	532 391 \$	16,96 %
Sorin Offshore Fund*	Actions participatives	500 000	473 587	15,08 %
Two Sigma Spectrum Cayman Fund, Ltd.*	Actions participatives	400 000	428 897	13,66 %
New Ellington Overseas Ltd.*	Actions participatives	488 472	405 239	12,91 %
H/2 Credit Partners Ltd.*	Actions participatives	500 000	400 367	12,75 %
Satellite Overseas Fund, Ltd.*	Actions participatives	609 983	374 638	11,93 %
D.B. Zwirn Special Opportunity Fund, Ltd.*	Actions à droit de vote et solde du capital	598 675	369 826	11,78 %
Tempo Fund Ltd.*	Actions participatives	482 170	316 516	10,08 %
FCM CAT Fund Ltd*	Actions participatives	243 043	309 705	9,86 %
Mariner-Tricadia Credit Strategies, Ltd.*	Actions participatives	142 119	291 205	9,27 %
Citadal Kensington Global Strategies Fund, Ltd.*	Actions participatives	600 000	281 427	8,96 %
HBK Offshore Fund Ltd. *	Actions participatives	303 236	254 065	8,09 %
Tykhe Portfolios Ltd.*	Actions participatives	400 000	253 320	8,07 %
Shepard Investments International Ltd.*	Actions participatives	226 548	227 204	7,24 %
Platinum Grove Contingent Capital Offshore Fund Ltd.*	Actions participatives	400 000	202 908	6,46 %
Relative Value opportunity Fund III, Ltd.*	Actions participatives	260 225	180 946	5,76 %
West Side Offshore Partners*	Actions participatives	312 907	170 229	5,42 %
Fonds 171*	Actions participatives	134 192	101 776	3,24 %
Fonds 212*	Actions participatives	—	92 079	2,93 %
Fonds 131*	Actions participatives	—	78 351	2,50 %
Fonds 191*	Actions participatives	246 755	61 947	1,97 %
Fonds 118*	Actions participatives	—	36 157	1,15 %
Fonds 104*	Actions participatives	14 344	11 548	0,37 %
		<u>7 462 669</u>	<u>5 854 328</u>	

* Détenus par d'autres fonds de placement dont Northwater Fund Management Inc. est la société de gestion ou le conseiller.

- Le sommaire du portefeuille de placements peut varier en raison des opérations de portefeuille effectuées quotidiennement. Il n'existe aucun lien de dépendance entre la Fiducie ou Northwater Fund Management Inc. et les fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investit. Une liste à jour des avoirs est publiée trimestriellement.

La Fiducie détenait également 26 604 actions de Corporation Nortel Networks et 33 316 actions de Research in Motion Ltd. au 31 décembre 2008. La valeur au marché des actions de Corporation Nortel Networks et de Research in Motion Ltd., en pourcentage de l'actif net de la Fiducie, était respectivement de 0,22 % et de 43,23 % au 31 décembre 2008. La Fiducie ne court aucun risque économique, car ces actions ont été vendues, en vertu du contrat à terme, à un prix établi en fonction du rendement du Fonds.

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider le lecteur à comprendre ses résultats financiers pour les exercices terminés les 31 décembre 2008, 2007 et 2006 et la période du 25 février au 31 décembre 2005. Ces données sont tirées des états financiers de la Fiducie. L'actif net part part présenté dans les états financiers diffère de la valeur liquidative calculée aux fins des opérations. Une explication de cette différence figure dans les notes afférentes aux états financiers.

Actif net par part de la Fiducie

	Exercice terminé le 31 décembre 2008	Exercice terminé le 31 décembre 2007	Exercice terminé le 31 décembre 2006	Période du 25 février au 31 décembre 2005
Actif net au début de l'exercice . . .	8,31 \$	8,85 \$	9,77 \$	9,325 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :				
Total des revenus	0,72	0,77	0,87	0,70
Total des charges	(0,28)	(0,28)	(0,23)	(0,16)
Gains réalisés (pertes) pour l'exercice	(1,37)	0,46	0,32	0,07
Gains non réalisés (pertes) pour l'exercice	(3,56)	(0,33)	(0,90)	1,74
Augmentation totale liée aux activités¹	(4,49)	0,62	0,06	1,23
Distributions :				
Revenu de placement (hors dividendes)	0,19607	0,2552	0,24650	0,23814
Dividendes	0,02003	—	0,02972	0,02530
Gains en capital	—	0,4712	0,45015	0,09514
Remboursement de capital	0,6839	0,2336	0,23363	0,44142
Distributions totales de l'exercice ²	(0,90)	0,9600	0,96000	0,80000
Actif net à la fin de l'exercice ³ . . .	2,37 \$	8,31 \$	8,85 \$	9,77 \$

1. L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de l'exercice.

- Les distributions ont été versées en numéraire.
- Le tableau sur la valeur liquidative par part de la Fiducie ci-dessus n'a pas pour fonction d'établir une continuité entre la valeur liquidative par part au début et celle à la fin de la période.

Ratios et données supplémentaires

	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
Actif net (en milliers de dollars) ¹	3 845 \$	17 030 \$	22 600 \$	31 038 \$
Nombre de parts en circulation ¹	1 610 086	2 041 136	2 555 090	3 177 200
Ratio des frais de gestion ²	11,73 %	9,05 %	7,15 %	14,63 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge	11,73 %	9,05 %	7,15 %	14,63 %
Taux de rotation du portefeuille ³	23,43 %	21,26 %	28,12 %	15,23 %
Ratio des frais d'opérations ⁴	0,44 %	0,12 %	0,13 %	0,33 %
Cours de clôture à la fin de l'exercice	1,85 \$	6,99 \$	7,91 \$	8,55 \$

- Données arrêtées au 31 décembre de chacun des exercices indiqués.
- Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion tient compte non seulement des charges de la Fiducie et du Fonds, mais également des charges estimatives auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents détenus par le Fonds et les charges du Fonds inclus dans les ratios ci-dessus ont accru le ratio des frais de gestion de la Fiducie de 7,62 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, de 4,33 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 et de 4,76 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (5,85 % au 31 décembre 2005). Ce ratio annualisé a été calculé à partir du total des charges indiqué dans les états financiers annuels vérifiés des fonds sous-jacents pour les exercices terminés respectivement les 31 décembre 2007, 2006, 2005 et 2004. Ces états financiers correspondent aux informations vérifiées les plus récentes qui soient disponibles. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par le Fonds à la fin de la période. Les primes de rendement versées par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une année à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement et la performance du gestionnaire. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ceux-ci pour l'exercice en cours. Les ratios des frais de gestion de l'exercice terminé le 31 décembre 2005 comprennent les honoraires de l'agent des transferts et les frais d'émission, qui ont eu pour effet d'augmenter respectivement ces ratios de 5,25 % et de 1,50 %. Ces frais consistent en des charges ponctuelles liées à l'appel public à l'épargne de la Fiducie.
- Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère activement les placements de la Fiducie. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de la période. Plus le taux de rotation au cours d'une période est élevé, plus les frais d'opération payables par un fonds sont élevés et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement de la Fiducie.
- Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres frais d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de l'exercice.

Rendements passés

Information d'ordre général

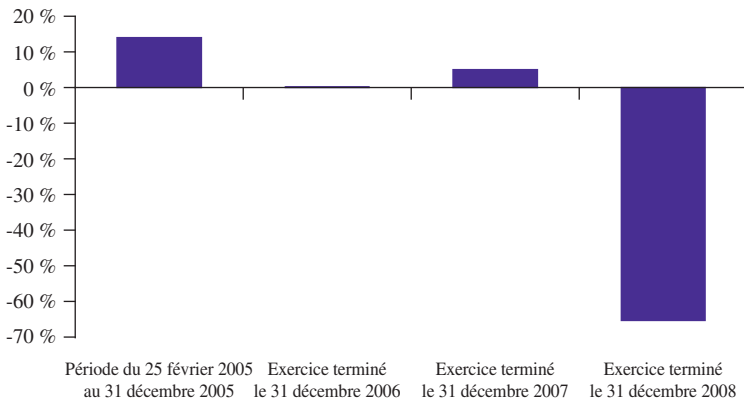
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour les exercices indiqués ont été réinvesties dans d'autres parts de la Fiducie.
- L'information portant sur le rendement ne tient pas compte des frais de vente, de rachat ou de tous frais optionnels qui auraient réduit le rendement.
- Le rendement passé de la Fiducie n'est pas nécessairement représentatif de son rendement futur.

Rendements annuels

Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information présentée dans le graphique qui suit :

- Le graphique illustre le rendement de la Fiducie pour chaque exercice indiqué et présente la variation de son rendement d'un exercice à l'autre.
- Le graphique illustre, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de l'exercice, d'un placement effectué le premier jour de cet exercice.



Rendements annuels composés

Le tableau suivant compare les rendements annuels composés historiques de la Fiducie pour les exercices indiqués et ceux de divers indices du marché :

	Depuis l'établissement*	1 an	3 ans
Northwater Top 75 Income Trusts ^{Plus}	(20,87) %	(66,19) %	(29,13) %
Indice plafonné des fiducies de revenu S&P/TSX	(1,90) %	(26,08) %	(8,52) %
Indice composé S&P/TSX	0,38 %	(33,00) %	(4,80) %
Indice S&P 500	(5,48) %	(37,00) %	(8,36) %
Indice obligataire universel DEX	5,06 %	6,41 %	4,71 %

* la date d'établissement du Fonds est le 25 février 2005.

L'indice plafonné des fiducies de revenu S&P/TSX est un indice regroupant l'ensemble des fiducies de revenu entrant dans la composition de l'indice composé S&P/TSX.

L'indice composé S&P/TSX est un indice général des actions ordinaires de sociétés canadiennes.

L'indice S&P 500 est un indice des actions ordinaires de sociétés américaines à forte capitalisation.

L'indice obligataire DEX est un indice général des titres à revenu fixe du gouvernement fédéral, de gouvernements provinciaux et de sociétés du Canada.

À l'heure actuelle, les rendements de la Fiducie ne sont pas à la hauteur des indices de référence pertinents. Ces résultats s'expliquent à la fois par le levier financier utilisé par la Fiducie et par les rendements inhabituellement bas obtenus par les fonds de couverture et les fiducies de revenu en 2008, en raison de la dislocation du marché découlant de la crise du crédit.

Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

La société de gestion est responsable de l'administration courante de la Fiducie, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,25 % de la valeur liquidative de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu. La presque totalité des honoraires de gestions sert à la prestation, par la société de gestion, de services de conseil et de gestion de portefeuille et en placement.

Des frais de service correspondant à 0,40 % par an de la valeur liquidative déclarée de la Fiducie sont versés à la société de gestion à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ces frais sont reversés aux courtiers en valeurs inscrits pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts, y compris les conseils en placement et les relevés de compte, en fonction du nombre de parts que détiennent les clients de ces courtiers à la fin du trimestre visé. Ils sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, les frais de gestion et de service se sont établis respectivement à 33 989 \$ et à 50 342 \$. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 31 décembre 2008 s'établissaient à 3 471 \$ et à 4 622 \$, respectivement.

Autres frais

La Fiducie paie au cocontractant du contrat à terme des frais de financement correspondant à environ 0,60 % par an de la valeur comptable du Fonds ainsi que des frais fondés sur la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires, calculés et payés mensuellement à terme échu.

Valeur liquidative et prix par part

La valeur du portefeuille de fiducies de revenu et du portefeuille de fonds de couverture subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement, de la société de gestion, de la Fiducie ou du Fonds.

Les placements dans les fiducies de revenu qui sont inscrites à une bourse de valeurs mobilières sont évalués au cours vendeur de clôture.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la valeur liquidative par part publiée de la Fiducie a varié entre 2,37 \$ et 8,81 \$, compte tenu des distributions (entre 8,31 \$ et 9,85 \$ par part au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 1,00 \$ et 7,54 \$ (entre 6,40 \$ et 9,25 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Distributions

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 0,90 \$ par part (pour un total de 1 653 565 \$), contre 0,96 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 (pour un total de 2 729 924 \$).

La Fiducie est tenue de distribuer la totalité de son revenu net et de ses gains en capital nets réalisés pour ne pas être assujettie à l'impôt en vertu de la Partie I de la Loi de l'impôt sur le revenu.

La nature des distributions mensuelles aux fins fiscales a été établie à la fin de l'exercice, conformément à la convention de fiducie et aux lois sur l'impôt en vigueur. Rien ne garantit que les lois fiscales ne seront pas modifiées d'une façon qui pourrait nuire à la Fiducie ou aux distributions qu'elle verse, et la société de gestion continuera de surveiller toute modification apportée à ces lois à mesure qu'elles surviennent.

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
Le 31 janvier 2008	Le 15 février 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 29 février 2008	Le 14 mars 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 31 mars 2008	Le 15 avril 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 30 avril 2008	Le 15 mai 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 30 mai 2008	Le 13 juin 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
Le 30 juin 2008	Le 15 juillet 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 31 juillet 2008	Le 15 août 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 29 août 2008	Le 12 septembre 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 30 septembre 2008	Le 15 octobre 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 28 novembre 2008	Le 12 décembre 2008	Remboursement de capital	0,06079 \$
		Dividendes	0,00178 \$
		Autre revenu	0,01743 \$
		Total	0,08000 \$
Le 31 décembre 2008	Le 15 janvier 2009	Remboursement de capital	0,01520 \$
		Dividendes	0,00045 \$
		Autre revenu	0,00436 \$
		Total	0,02000 \$

Rachat aux fins d'annulation

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue de racheter jusqu'à 1,25 % de ses parts en circulation par trimestre si leur prix est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part déclarée à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente.

Le 24 août 2007, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto (la « Bourse ») un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 209 154 parts durant la période allant du 30 août 2007 au 29 août 2008, soit 10 % de son flottant. En août 2008, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 166 009 parts, soit 10 % de son flottant, durant la période

allant du 11 septembre 2008 au 10 septembre 2009. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a racheté 133 700 parts aux fins d'annulation en vertu de ce programme, pour un coût total de 858 296 \$ (140 200 parts pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, pour un coût de 1 167 939 \$).

Rachats

Les porteurs peuvent également demander le rachat de leurs parts le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, moyennant un avis transmis à la société de gestion au moins 45 jours avant cette date. Les parts ne sont rachetées que le 30 juin de chaque année (la « date de rachat »), et la Fiducie se réserve le droit de suspendre les rachats en certaines circonstances. Les porteurs dont les parts sont rachetées reçoivent un prix de rachat égal à la valeur liquidative par part déclarée à la date de rachat, payable au plus tard le 30^e jour ouvrable suivant la date de rachat applicable (la « date de paiement »). Les distributions à verser aux porteurs de parts inscrits au plus tard à la date de rachat à l'égard des parts présentées au rachat sont également versées à la date de paiement. Néanmoins, la Fiducie n'est pas tenue de racheter plus de 15 % du nombre de parts en circulation à une date de rachat donnée. Si le nombre de parts présentées au rachat à une date de rachat donnée dépasse 15 % des parts en circulation à cette date et que la Fiducie ne choisit pas de racheter la totalité des parts présentées au rachat, le rachat des parts est effectué au prorata.

Au 30 juin 2008, 1 065 089 parts avaient été présentées au rachat. Comme le nombre de parts présentées au rachat dépassait 15 % des parts en circulation à la date de rachat, les parts ont été rachetées au prorata. Le 23 juillet 2008, un total de 297 350 parts a été racheté, à la valeur liquidative déclarée par part arrêtée au 30 juin 2008, soit 8,3470 \$, pour une contrepartie de 2 481 981 \$.

Conséquences fiscales potentielles de la liquidation

La société de gestion prévoit commencer à verser les distributions au comptant (les « distributions de liquidation ») aux investisseurs à compter du 31 décembre 2009. Une fois que la Fiducie aura commencé à verser les distributions de liquidation, le pourcentage d'une position non liquide particulière par rapport à l'actif de la Fiducie pourrait dépasser la limite de 10 % exigée pour que la Fiducie reste admissible à titre de fonds commun de placement aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada. Si la Fiducie devait cesser d'être admissible à

titre de fonds commun de placement, elle ne sera plus admissible à titre de « fiducie de fonds commun de placement » aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada et elle cessera également d'être un « placement admissible » pour les comptes enregistrés, notamment les FERR, les REER et les REEE. La société de gestion estime que la Fiducie perdra son statut de « placement admissible » aux fins de l'impôt sur le revenu canadien vers le 31 décembre 2009.

Toutefois, il se peut que la Fiducie perde son statut de « placement admissible » avant le 31 décembre 2009. Le cas échéant, la société de gestion s'efforcera d'informer les investisseurs dès que cela sera raisonnablement possible. Les investisseurs sont invités à obtenir auprès de leurs conseillers des conseils fiscaux au sujet des actions à entreprendre dans le cas où la Fiducie cesserait d'être admissible à titre de fiducie de fonds commun de placement.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS} **– et –** **ENHANCEMENT FUND LIMITED** **RAPPORT DU COMITÉ D'EXAMEN INDÉPENDANT**

Aux investisseurs

Le 1^{er} novembre 2007, le conseil consultatif (« conseil consultatif ») de Northwater Top 75 Investment Trusts^{PLUS} (la « Fiducie ») et de Enhancement Fund Limited (le « Fonds ») est devenu le comité d'examen indépendant (« CEI ») de la Fiducie et du Fonds, conformément au *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*.

Ce rapport est le deuxième rapport annuel du CEI conforme aux exigences du Règlement 81-107. Cependant, le conseil consultatif a publié des rapports aux porteurs de parts chaque année depuis le 31 mai 2005.

Selon le Règlement, le CEI a pour fonction d'examiner les conflits d'intérêts qui ont été décelés et lui ont été signalés par Northwater Fund Management Inc., à titre de société de gestion, et par Northwater Capital Management Inc., à titre de conseiller en placement du Fonds (collectivement la « société de gestion »), et de donner son approbation ou ses recommandations à cet égard. Notre examen consiste à déterminer si les mesures proposées par la société de gestion donnent un résultat juste et raisonnable pour la Fiducie et pour le Fonds sous-jacent.

Nous revoyons également au moins une fois par an les principes et pratiques de la société de gestion relativement aux conflits d'intérêts afin d'en évaluer l'adéquation et l'efficacité en ce qui concerne la Fiducie et le Fonds.

Outre nos responsabilités réglementaires relatives à la gouvernance indépendante des fonds, nous conservons notre rôle de conseil consultatif et apportons ainsi notre aide à la société de gestion sur d'autres questions portant sur la gestion et le fonctionnement de la Fiducie et du Fonds.

Comme il a été annoncé, la Fiducie et le Fonds devraient cesser leurs activités le 31 décembre 2009. Nous travaillerons par conséquent en collaboration avec la société de gestion, conformément à notre mandat, jusqu'à la liquidation de la Fiducie et du Fonds.

Nous tenons également à aviser les porteurs de parts qu'à compter du 31 mars 2009, Jeff Francoz quittera ses fonctions de président du comité d'examen indépendant. M. Francoz vient de changer d'emploi et les politiques de son nouvel employeur l'empêchent de participer à des comités tels que le CEI. Les

autres membres du comité tiennent à remercier M. Francoz pour sa contribution et continueront d'assurer leurs fonctions conformément au Règlement 81-107 tout en collaborant avec la société de gestion dans la recherche d'un remplaçant.

Nous espérons poursuivre notre relation ouverte et efficace avec la société de gestion, pour le bénéfice de la Fiducie et du Fonds.

Cordialement



Jeffrey D. Francoz
Président du comité d'examen indépendant.

Membres du comité d'examen indépendant.

Années de participation au conseil consultatif /CEI

Nom	Domicile	Date de nomination¹
Jeffrey D. Francoz	Toronto (Ontario)	31 mai 2005 ²
Président du CEI		
Ann Marshall	Toronto (Ontario)	31 mai 2005 ²
Peter Vesely	Toronto (Ontario)	1 ^{er} novembre 2007

* Il n'y a eu aucun changement à la composition du CEI pendant l'exercice.

* Ann Marshall est également membre du comité d'examen indépendant des fonds iShares gérés par Barclays Global Investors Canada Limited. Jeffrey Francoz et Peter Vesely ne sont actuellement membres d'aucun comité d'examen indépendant autre que celui des fonds gérés par la société de gestion.

1. Chacune de ces personnes sont membres du comité d'examen indépendant depuis sa constitution le 1er novembre 2007.
2. Ces personnes sont membres depuis la constitution du conseil consultatif de la Fiducie.

Propriété des titres

(a) Fiducie et Fonds

Au 31 décembre 2008, le pourcentage de parts de la Fiducie appartenant, directement ou indirectement, aux membres du CEI à titre de propriétaires réels n'excédait pas 10 % des parts. Les actions du Fonds sous-jacent sont détenues exclusivement par le cocontractant au swap et aucune action du Fonds n'a été offerte au public.

(b) Société de gestion

Au 31 décembre 2008, les membres du CEI ne détenaient, directement ou indirectement à titre de propriétaire réel, aucun titre avec droit de vote, ni aucune action d'une quelconque catégorie ou série de la société de gestion.

(c) Prestataires de services

Au 31 décembre 2008, les membres du CEI ne détenaient, directement ou indirectement à titre de propriétaire réel, aucun titre avec droit de vote, ni aucune action d'une quelconque catégorie ou série, d'une société fournissant des services à la Fiducie ou à la société de gestion, qui pourrait raisonnablement donner lieu à une perte d'indépendance réelle ou perçue.

Le CEI est heureux de présenter un rapport de ses activités pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008.

Chacun des membres du CEI est une personne non apparentée et indépendante de la direction.

Information d'ordre général

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, les membres du CEI ont tenu quatre réunions. M. Francoz et M. Vesely ont assisté à toutes ces réunions. M^{me} Marshall a participé à toutes les réunions à l'exception d'une seule.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le CEI a examiné : i) la charte du CEI, ii) l'information fournie aux porteurs de parts conformément au

Règlement 81-106, iii) les rapports périodiques sur le rendement et la composition du portefeuille de la Fiducie et du Fonds, iv) le respect des lignes directrices en matière de placement, v) la rémunération des membres du CEI afin d'assurer qu'elle reste raisonnable, vi) la présentation de certaines informations dans les rapports trimestriels et annuels et vii) les instructions transmises à la société de gestion relativement aux questions de conflit d'intérêts, conformément au Règlement 81-107. Le CEI a par ailleurs examiné les divers principes et pratiques de la société de gestion relativement aux conflits d'intérêts afin d'en déterminer l'adéquation et l'efficacité.

Le CEI atteste que la direction de la société de gestion a été réceptive et coopérative en ce qu'elle a permis aux membres d'examiner les documents et de poser des questions à certains membres de la direction selon qu'il le jugeait nécessaire pour assumer correctement ses responsabilités.

Rémunération et indemnités

La rémunération totale versée par la Fiducie et le Fonds au CEI pour la période de douze mois écoulée terminée le 31 décembre 2008, s'est élevée à 21 620,44 \$.

Aucune indemnité n'a été versée aux membres du CEI pendant l'exercice.

La rémunération initiale du CEI a été fixée par la société de gestion. Le CEI reverra la rémunération de ses membres au moins une fois par an, en fonction des éléments suivants :

1. les intérêts de la Fiducie et du Fonds
2. l'adéquation juste et raisonnable entre la rémunération versée et les avantages généraux et spécifiques dont la Fiducie et le Fonds bénéficient
3. la recommandation de la société de gestion
4. la nature et la complexité des activités de la Fiducie et du Fonds
5. la nature et l'ampleur de la tâche de chaque membre du CEI.

Conflits d'intérêts

Aucun conflit d'intérêts n'a été signalé au CEI pendant la période. Le CEI n'a connaissance d'aucune situation dans laquelle la société de gestion a pris des mesures relatives à un cas de conflit d'intérêts signalé au CEI et pour lequel celui-ci n'a pas donné de recommandation positive.

Le CEI n'a connaissance d'aucune situation dans laquelle la société de gestion a pris des mesures concernant un cas de conflit d'intérêts, mais n'a pas respecté une condition imposée par le CEI dans sa recommandation ou son approbation.

La société de gestion s'est appuyée sur les instructions suivantes du CEI pendant la période. Dans chaque cas, les instructions exigeaient de la société de gestion qu'elle respecte ses principes et pratiques et qu'elle fasse régulièrement rapport au CEI.

Instructions

1. permettre les transferts entre la Fiducie et le Fonds et d'autres entités conseillées par Northwater, à condition que ces transferts portent exclusivement sur des placements en fonds de couverture transférés moyennant une valeur liquidative déterminée par une source indépendante et qu'ils respectent les directives de placement du destinataire.
2. permettre à la société de gestion et à ses sociétés affiliées d'agir à divers titres auprès d'autres entités, notamment à titre de société de gestion, de conseiller en placement, d'administrateur ou de fiduciaire, à condition qu'elles agissent en tout temps conformément aux procédures visant à réduire les conflits d'intérêts potentiels et au code de déontologie de la société de gestion.

La société de gestion a également reçu des recommandations positives et des instructions relativement aux cas de conflits d'intérêts traités dans les politiques suivantes. Dans chaque cas, les instructions exigeaient de la société de gestion qu'elle respecte ses principes et pratiques et qu'elle fasse régulièrement rapport au CEI.

Politiques traitant des conflits d'intérêts

1. Énoncé de politiques relatif aux émetteurs reliés ou associés et procédures visant à réduire les conflits d'intérêts potentiels
2. Code de déontologie
3. Procédures de répartition des opérations
4. Procédures relatives à la sélection des courtiers, à l'exécution des opérations au mieux et aux accords de paiement indirect
5. Concordance du portefeuille et des objectifs de placement du client
6. Politique sur les opérations sur titres personnelles
7. Politique relative aux opérations d'initiés
8. Procédures relatives aux opérations croisées

Nous espérons continuer à assurer nos responsabilités en 2009, pour le bénéfice de la Fiducie et du Fonds.



Jeffrey D. Franco
Président du CEI



Ann Marshall



Peter Vesely

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

Les états financiers ci-joints ont été préparés par Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion »), et approuvés par le conseil d'administration de la société de gestion. La responsabilité des renseignements et des énoncés contenus dans ces états financiers et dans les autres parties du rapport annuel incombe à la société de gestion.

La société de gestion prend les moyens nécessaires pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité de l'information financière. Les états financiers ont été dressés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada. Certains des montants qu'ils contiennent sont fondés sur des estimations et des jugements. Les principales conventions comptables que la direction estime appropriées pour la Fiducie sont décrites à la note 2 afférente aux états financiers.



PAUL ROBSON, CFA
Président et chef de l'exploitation



EVE N. JEDRZEJSKA, CA, CFA
Vice-président et chef de la
conformité

Le 23 mars 2008

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS AUX PORTEURS DE PARTS DE NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

Nous avons vérifié l'état du portefeuille de placements de **Northwater Top 75 Income Trusts^{PLUS}** (la « Fiducie ») au 31 décembre 2008, les états de l'actif net aux 31 décembre 2008 et 2007 et les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des flux de trésorerie des exercices terminés à ces dates. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Fiducie. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur nos vérifications.

Nos vérifications ont été effectuées conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir l'assurance raisonnable que les états financiers sont exempts d'inexactitudes importantes. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière de la Fiducie aux 31 décembre 2008 et 2007 ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et de ses flux de trésorerie pour les exercices terminés à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.

PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.

Comptables agréés
Experts-comptables autorisés

Le 23 mars 2009

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

États de l'actif net

	31 décembre 2008	31 décembre 2007
Actif		
Trésorerie et placements à court terme	1 002 360 \$	352 986 \$
Placements dans des fiducies de revenu, à la juste valeur (coût : 8 862 903 \$ en 2008; 18 011 350 \$ en 2007)	4 940 609	16 001 949
Actions ordinaires, à la juste valeur (coût : 1 871 584 \$ en 2008; 2 201 826 \$ en 2007)	1 656 323	4 880 241
Papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers (coût : 300 000 \$ en 2008; 300 000 \$ en 2007) (note 3)	159 000	264 000
Distribution à recevoir	77 596	151 397
	<u>7 835 888</u>	<u>21 650 573</u>
Passif		
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer	40 314	44 244
Frais de service à payer (note 4)	4 622	18 506
Frais de gestion et frais de conseil à payer (note 4)	3 471	11 664
Perte non réalisée sur le contrat à terme (note 5)	3 419 214	1 869 800
Perte non réalisée sur les contrats de change à terme	27 616	6 016
Distribution à payer (note 6)	32 202	161 931
Emprunt à payer (note 7)	496 807	2 574 032
	<u>4 024 246</u>	<u>4 686 193</u>
Actif net	<u>3 811 642 \$</u>	<u>16 964 380 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 8)		
Capital social	15 014 052	19 033 594
Surplus d'apport	710 974	31 709
Déficit	(11 913 384)	(2 100 923)
	<u>3 811 642 \$</u>	<u>16 964 380 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 8)	<u>1 610 086</u>	<u>2 041 136</u>
Actif net par part	<u>2,37 \$</u>	<u>8,31 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

Par : Par : 

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

États des résultats

	Exercice terminé le 31 décembre 2008	Exercice terminé le 31 décembre 2007
Revenu de placement		
Distributions	1 306 298 \$	1 758 792 \$
Intérêts	<u>9 088</u>	<u>14 308</u>
	<u>1 315 386</u>	<u>1 773 100</u>
Charges		
Frais de service (note 4)	50 342	87 712
Frais de gestion (note 4)	33 989	140 039
Honoraires de vérification	79 444	55 375
Frais du comité d'examen indépendant (note 4)	22 701	89 072
Droits de garde	2 382	16 122
Frais juridiques	18 018	4 187
Frais d'information aux porteurs de titres	80 055	16 431
Frais d'administration	10 015	72 102
Frais relatifs au contrat à terme (note 4)	100 424	11 868
Intérêts sur emprunt à payer (note 7)	99 996	134 963
Frais d'opérations	<u>9 780</u>	<u>12 377</u>
	<u>507 146</u>	<u>640 248</u>
Revenu de placement net	<u>808 240</u>	<u>1 132 852</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements		
Gain net (perte) réalisé sur :		
Parts de fiducies de revenu	(2 504 497)	695 578
Actions ordinaires	61 418	206 507
Contrats à terme sur devises	(41 475)	161 001
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Parts de fiducies de revenu	(1 912 893)	(673 875)
Actions ordinaires	(2 893 676)	1 826 499
Papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers	(105 000)	(36 000)
Contrat de change à terme	(1 549 414)	(1 881 447)
Contrats à terme sur devises	<u>(21 600)</u>	<u>(4 035)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements pour l'exercice	<u>(8 967 137)</u>	<u>294 228</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	<u>(8 158 897) \$</u>	<u>1 427 080 \$</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités, par part pour l'exercice*	<u>(4,48) \$</u>	<u>0,62 \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de l'exercice (1 819 578 en 2008; 2 317 296 en 2007).

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS ^{PLUS}

États de l'évolution de l'actif net

	Exercice terminé le 31 décembre 2008	Exercice terminé le 31 décembre 2007
Actif net au début de l'exercice	16 964 380 \$	22 500 415 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	(8 158 897)	1 427 080
Opérations sur parts (note 9)		
Valeur liquidative des parts rachetées pour annulation	(858 296)	(1 167 939)
Valeur liquidative des parts rachetées au gré des porteurs	(2 481 981)	(3 592 972)
	<u>(3 340 277)</u>	<u>(4 760 911)</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 7)		
Remboursement de capital	(1 257 332)	(536 783)
Montant net des gains réalisés	—	(1 079 288)
Autre revenu	(396 232)	(586 133)
	<u>(1 653 564)</u>	<u>(2 202 204)</u>
Actif net à la fin de l'exercice	<u>3 811 642 \$</u>	<u>16 964 380 \$</u>

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

États des flux de trésorerie

	Exercice terminé le 31 décembre 2008	Exercice terminé le 31 décembre 2007
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Augmentation de l'actif net liée aux activités pour l'exercice . . .	(8 158 897) \$	1 427 080 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements dans des fiducies de revenu	1 912 893	673 875
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements en actions ordinaires	2 893 676	(1 826 499)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée du papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers	105 000	36 000
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée du contrat à terme	1 549 414	1 881 447
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée du contrat à terme standardisé	21 600	4 035
Perte réalisée (gain) sur les placements dans des fiducies de revenu	2 504 497	(695 578)
Perte nette réalisée (gain) sur les actions ordinaires	(61 418)	(206 507)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	(26 007)	8 264
Variation des comptes débiteurs	73 801	45 440
Acquisition de parts de fiducies de revenu	(3 890 052)	(5 012 703)
Papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers	—	(300 000)
Produit de la vente de parts de fiducies de revenu	10 534 003	10 599 650
Produit de la vente d'actions ordinaires	391 660	590 889
	<u>7 850 170</u>	<u>7 225 393</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Avance sur (remboursement de) l'emprunt	(2 077 225)	(2 220)
Rachat de parts de la Fiducie	(2 481 981)	(1 167 939)
Distributions versées aux porteurs de parts de la Fiducie	(1 783 294)	(2 244 680)
Rachat de parts de la Fiducie au gré des porteurs	(858 296)	(3 592 972)
	<u>(7 200 796)</u>	<u>(7 007 811)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme	649 374 \$	217 582 \$
Trésorerie et placements à court terme au début de l'exercice . .	<u>352 986</u>	<u>135 404</u>
Trésorerie et placements à court terme à la fin de l'exercice	<u>1 002 360 \$</u>	<u>352 986 \$</u>
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	86 221 \$	137 183 \$

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS ^{PLUS}

État du portefeuille de placements
31 décembre 2008

	Nbre d'actions/ de parts	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
Portefeuille de fiducies de revenu				
Advantage Energy Income Fund	11 600	193 036	\$ 58 464	\$ 1,53 %
AG Growth Income Fund	4 000	139 378	77 560	2,03 %
Algonquin Power Income Fund	23 000	235 294	53 130	1,39 %
Allied Properties Real Estate Investment Trust	5 600	116 303	69 496	1,82 %
AltaGas Income Trust	3 500	87 116	59 710	1,57 %
ARC Energy Trust	3 200	61 116	64 160	1,68 %
Armtec Infrastructure Income Fund	4 500	101 248	76 455	2,01 %
Artis Real Estate Investment Trust	11 800	173 360	86 258	2,26 %
Avenir Diversified Income Trust	11 400	56 701	57 912	1,52 %
Baytex Energy Trust	4 000	58 631	57 920	1,52 %
Fonds de revenu Bell Aliant Communications régionales	3 100	86 769	72 757	1,91 %
Boardwalk Real Estate Investment Trust	2 600	54 279	66 430	1,74 %
Bonavista Energy Trust	3 700	113 701	62 419	1,64 %
Calloway Real Estate Investment Trust	5 700	110 093	64 524	1,69 %
Canadian Apartment Properties REIT	4 229	63 697	66 438	1,74 %
Canadian Oil Sands Trust	2 750	44 992	58 025	1,52 %
Canadian Real Estate Investment Trust	2 500	47 525	56 425	1,48 %
Cathedral Energy Services Income Trust	9 300	136 093	59 427	1,56 %
Chartwell Seniors Housing REIT	13 800	189 177	74 106	1,94 %
Chemtrade Logistics Income Fund	7 700	113 537	66 836	1,75 %
Cineplex Galaxy Income Fund	4 500	78 779	66 515	1,61 %
CML Healthcare Income Fund	4 600	62 693	59 064	1,55 %
Fonds de placement immobilier Cominar . . .	4 100	76 063	65 641	1,72 %
Consumers' Waterheater Income Fund (The)	7 300	113 916	67 890	1,78 %
Crescent Point Energy Trust	2 500	49 645	60 000	1,57 %
Fonds de revenu Davis + Henderson	3 900	81 599	65 091	1,71 %
Daylight Resources Trust	9 101	129 215	70 169	1,84 %
Dundee Real Estate Investment Trust	4 200	163 583	52 920	1,39 %
Enerflex Systems Income Fund	7 100	80 656	73 485	1,93 %
Energy Savings Income Fund	8 686	138 323	75 308	1,98 %
Fonds Enerplus Ressources	2 777	123 377	66 259	1,74 %
Epcor Power LP	4 000	141 592	70 800	1,86 %
Extencicare Real Estate Investment Trust . . .	18 300	318 735	105 774	2,78 %
Fort Chicago Energy Partners L.P.	8 300	99 383	59 096	1,55 %
Freehold Royalty Trust	5 800	101 725	60 320	1,58 %
Société en commandite Gaz Métro	5 500	122 251	71 830	1,88 %
Genivar Income Fund	2 700	55 620	67 581	1,77 %

	<u>Nbre d'actions/ de parts</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
GMP Capital Trust	10 300	210 748 \$	51 912 \$	1,36 %
Fonds de revenu Great Lakes Hydro	4 200	83 149	66 780	1,75 %
H&R Real Estate Investment Trust	10 000	193 953	74 000	1,94 %
Harvest Energy Trust	6 347	186 334	66 136	1,74 %
Innergex Power Income Fund	6 700	60 779	61 640	1,62 %
Fonds de placement immobilier InnVest	18 600	220 683	71 238	1,87 %
Inter Pipeline Fund	8 600	80 316	60 630	1,59 %
Fonds de revenu Jazz Air	17 600	135 502	56 496	1,48 %
Keyera Facilities Income Fund	4 300	66 887	76 367	2,00 %
Labrador Iron Ore Royalty Income Fund	3 300	89 353	70 224	1,84 %
Liquor Stores Income Fund	6 200	146 507	64 542	1,69 %
Livingston International Income Fund	10 300	153 545	83 430	2,19 %
Macquarie Power & Infrastructure Income Fund	15 400	130 423	72 842	1,91 %
Morguard Real Estate Investment Trust	7 200	111 301	82 440	2,16 %
Fonds de revenu Morneau Sobeco	7 600	71 429	66 652	1,75 %
Mullen Group Income Fund	5 900	169 301	74 930	1,97 %
NAL Oil & Gas Trust	8 300	115 638	65 155	1,71 %
North West Company Fund	3 300	54 091	55 473	1,46 %
Northern Property Real Estate Investment Trust	3 500	71 202	56 735	1,49 %
Northland Power Income Fund	5 500	78 665	63 415	1,66 %
Paramount Energy Trust	12 800	181 402	63 232	1,66 %
Parkland Income Fund	11 845	201 374	75 334	1,98 %
Pembina Pipeline Income Fund	3 900	54 912	58 812	1,54 %
Pengrowth Energy Trust – cat. B, parts de fiducie	5 975	185 693	55 090	1,45 %
Penn West Energy Trust	4 173	123 347	56 419	1,48 %
Peyto Energy Trust	6 200	149 864	60 884	1,60 %
Precision Drilling Trust	6 700	222 798	67 402	1,77 %
Primaris Retail Real Estate Investment Trust	6 600	91 618	69 300	1,82 %
Provident Energy Trust	10 200	126 078	53 550	1,40 %
Fonds de placement immobilier Riocan	4 300	80 876	58 695	1,54 %
Rogers Sugar Income Fund	15 200	60 821	58 064	1,52 %
TimberWest Forest Corp.	13 000	200 446	45 500	1,19 %
Trilogy Energy Trust	11 200	183 185	64 624	1,70 %
Vermilion Energy Trust	2 700	61 149	67 581	1,77 %
WaJax Income Fund	3 900	61 742	81 900	2,15 %
Westshore Terminals Income Fund	5 900	78 266	56 286	1,48 %

	<u>Nbre d'actions/ de parts</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
Fonds de revenu Pages Jaunes	10 255	142 827 \$	67 991 \$	1,78 %
Zargon Energy Trust	4 500	107 495	77 715	2,04 %
Portefeuille de fiducies de revenu		<u>8 862 903</u>	<u>4 940 609</u>	<u>129,59 %</u>
Portefeuille d'actions ordinaires				
Corporation Nortel Networks ¹	26 604	935 931	8 514	0,22 %
Research In Motion Ltd ¹	33 316	935 653	1 647 809	43,23 %
Portefeuille d'actions ordinaires		<u>1 871 584</u>	<u>1 656 323</u>	<u>43,45 %</u>
Papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers				
MMAI – I Trust	2 988	300 000	159 000	4,17 %
Trésorerie		<u>1 002 360</u>	<u>1 002 360</u>	<u>26,30 %</u>
Total des placements		<u>12 036 847</u>	<u>7 758 292</u>	<u>203,51 %</u>
Autres éléments d'actif net			<u>(3 946 650)</u>	<u>(103,51)%</u>
Actif net total et capitaux propres			<u><u>3 811 642</u></u>	<u><u>100 %</u></u>

1. Titres cédés en garantie au cocontractant dans le cadre du contrat à terme (note 6).

Annexe 1 – Contrats à terme sur devises

	<u>Prix</u>	<u>Valeur notionnelle</u>	<u>Somme à payer au règlement</u>
35 contrats à terme sur le dollar canadien	82,24 USD	2 878 400 USD	
Contrat – mars 2009, position à découvert		3 494 090 CAD	27 616 CAD

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007

1. Établissement et activités de la Fiducie

Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario aux termes d'une déclaration de fiducie datée du 15 février 2005. Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion ») est le fiduciaire de la Fiducie et la Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs (« RBC Dexia ») en est le dépositaire. La Fiducie est entrée en activité le 25 février 2005.

Les actifs de la Fiducie, investis dans des liquidités, des placements à court terme, des contrats à terme sur devises, des fiducies de revenu et des actions ordinaires (le « portefeuille d'actions ordinaires ») auxquels s'ajoute un contrat à terme, apportent aux porteurs de parts les avantages du rendement d'un portefeuille diversifié de fiducies de revenu et du rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre.

Le 23 juin 2008, la Société de gestion a annoncé que la liquidation des activités de la Fiducie aurait lieu vers le 31 décembre 2009 (la « date de liquidation »). Dans la mesure où la Fiducie possède une position dans un portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre détenu par Enhancement Fund Limited (le « Fonds ») par le biais d'un contrat à terme de gré à gré, la liquidation de la Fiducie entraînera celle du Fonds.

Le Fonds a entamé le processus de liquidation de ses activités avec pour horizon la date de liquidation prévue, soit le 31 décembre 2009. Selon les renseignements dont elle disposait le 31 décembre 2008, la société de gestion prévoit qu'environ 31 % de l'actif net du Fonds pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà de la date de liquidation. Étant donné les conditions de marché actuelles, il est probable le Fonds et la Fiducie continuent à exercer leurs activités au-delà de la date de liquidation.

2. Principales conventions comptables

Ces états financiers sont préparés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada (« PCGR ») et ils sont libellés en dollars canadiens.

Adoption de nouvelles normes comptables

En décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 3862 du *Manuel de l'ICCA*, « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 »), et le chapitre 3863, « Instruments financiers – présentation » (le « chapitre 3863 »), lesquels décrivent de façon exhaustive les exigences en matière de présentation et d'informations à fournir concernant les instruments financiers.

Toujours en décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 1535 du *Manuel de l'ICCA*, « Informations à fournir concernant le capital » (le « chapitre 1535 »), lequel établit des normes relativement à la présentation d'informations sur le capital d'une entité et la façon dont l'entité gère ce capital.

Les exigences des chapitres 3862, 3863 et 1535 s'appliquent aux états financiers intermédiaires et annuels des exercices ouverts à compter du 1^{er} octobre 2007, et les notes afférentes aux états financiers tiennent compte de ces exigences.

Ci-dessous les conventions comptables adoptées par la Fiducie :

a) Trésorerie

La trésorerie consiste en des dépôts dans des comptes à intérêts. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

b) Placements

Les opérations de placement sont comptabilisées à la date de l'opération. Les placements sont évalués le dernier jour de chaque mois (la « date d'évaluation »).

Les fiducies de revenu et les actions ordinaires inscrites à une bourse de valeurs mobilières sont évaluées au dernier cours acheteur à chaque date d'évaluation. Les gains et pertes réalisés sont calculés selon le coût moyen. Le revenu provenant des distributions est comptabilisé à la date ex-dividende ou ex-distribution, au montant brut.

La valeur du contrat à terme correspond au gain ou à la perte qui aurait été réalisé(e) si le contrat avait été « liquidé » à la date d'évaluation. La différence entre le coût et la juste valeur est comptabilisée à titre de gain ou perte non réalisé(e) sur les placements. La valeur du contrat à terme est fondée sur la variation de la valeur du fonds Enhancement Fund Limited (le « Fonds »), qui investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre, et sur celle de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires, après déduction du coût du levier. Les placements dans des fonds de couverture à

stratégie neutre détenus par Enhancement Fund Limited sont évalués à la valeur de l'actif net définitive publiée par les gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou les entités chargées de leur administration à la date d'évaluation ou, si elle n'est pas disponible, à la valeur provisoire publiée la plus récente déterminée selon les rendements préliminaires présentés par ces mêmes gestionnaires ou entités. La société de gestion ou le conseiller en placement peuvent, à leur entière discrétion, utiliser une autre méthode d'évaluation des fonds de couverture sous-jacents qui leur paraîtrait mieux représenter leur juste valeur.

Le papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers (PCAA) est évalué à la juste valeur déterminée par Northwater. Voir la note 3 pour plus de renseignements sur le PCAA.

c) Couverture des devises

La Fiducie conclut des contrats à terme sur devises négociées en Bourse afin de couvrir la valeur en dollars canadiens des titres en portefeuille et des passifs libellés en devises.

À la conclusion d'un contrat à terme standardisé, la Fiducie peut être tenue de remettre à un courtier un « dépôt de garantie », calculé selon un certain montant par contrat. Des versements ultérieurs correspondant à la marge de variation sont effectués ou reçus chaque jour selon les fluctuations quotidiennes de la valeur du contrat. Ces variations quotidiennes sont comptabilisées à l'état des résultats à titre de gains ou de pertes. Le montant à payer à la liquidation des contrats à terme standardisés correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que la Fiducie verse ou reçoit à la date d'évaluation.

d) Conversion des devises

L'actif et le passif libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change en vigueur à la fin de la période. Les produits et charges libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change moyen de l'exercice.

e) Utilisation d'estimations

La préparation des états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada exige de la Fiducie qu'elle établisse des estimations et élabore des hypothèses qui influent sur les montants d'actif et de passif présentés à la date des états financiers, ainsi que sur les montants des produits et des charges présentés pour l'exercice visé. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

f) Frais d'opérations

Les frais d'opérations sont passés en charge et inscrits à l'état des résultats. Les frais d'opérations sont des coûts supplémentaires directement attribuables à l'acquisition, à l'émission ou à la liquidation d'un placement.

2. Risques liés aux instruments financiers

Les activités de placement de la Fiducie peuvent l'exposer à divers risques financiers, notamment le risque de marché, le risque de liquidité, le risque de change, le risque de taux d'intérêt et le risque de crédit. Les informations ci-après fournissent un aperçu de ces risques et une description des mesures prises par la Fiducie pour atténuer l'incidence défavorable qu'ils peuvent avoir sur son rendement.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque de la Fiducie n'a été effectuée au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008. Toutefois, le secteur des fonds de couverture, comme d'autres secteurs, a souffert des turbulences qu'ont connues les marchés en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement. Ceci a eu des effets à la fois sur les rendements que la Fiducie a obtenus en 2008 et sur la volatilité qu'elle a enregistrée. En outre, à mesure que la Fiducie avancera dans le processus de liquidation, son exposition aux fonds de couverture variera sans cesse, et ses placements dans les fonds de couverture seront de moins en moins diversifiés, ce qui entraînera une hausse du risque de concentration. De plus, étant donné les mauvaises conditions de marché persistantes, les fiducies de revenu ont enregistré la plus importante volatilité et les pires résultats de leur histoire. Le profil de risque de la Fiducie a donc subi les effets décrits ci-dessous.

Risque de marché

Le risque de marché s'entend du risque que la valeur future d'un instrument financier fluctue par suite des variations de son cours, en raison de facteurs propres à l'instrument lui-même ou à son émetteur, ou de facteurs extérieurs.

La Fiducie investit dans les 75 fiducies de revenu les plus importantes cotées en bourse au Canada. La société de gestion s'efforce d'atténuer le risque de marché en diversifiant les placements dans ces 75 fiducies de revenu entre plusieurs secteurs différents. L'écart type des rendements des fiducies de revenu en glissement sur 24 mois s'est établi à 19,49 %. Une telle variation de la valeur du portefeuille aurait un impact de 969 123 \$ sur la valeur de l'actif net de la Fiducie.

La Fiducie investit également dans un portefeuille d'actions canadiennes cotées en bourse et, par le biais d'un contrat à terme, a accepté de vendre les actions ordinaires au cocontractant à un prix basé sur le rendement d'un portefeuille sous-jacent de fonds de couverture. De ce fait, elle n'est aucunement exposée au risque de marché des actions ordinaires.

Le tableau suivant présente des données sur le portefeuille de fiducies de revenu détenu par la Fiducie.

Placements du portefeuille de fiducies de revenu

Catégories de fiducies	31 décembre 2008			31 décembre 2007		
	Nbre de fiducies de revenu	Juste valeur		Nbre de fiducies de revenu	Juste valeur	
Fiducies						
commerciales	28	1 835 070 \$	37 %	28	6 049 264 \$	38 %
Fiducies du secteur de l'énergie	26	1 774 090	36 %	25	5 236 511	33 %
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines	7	450 714	9 %	7	1 675 362	10 %
Fiducies de placement immobilier	<u>14</u>	<u>880 735</u>	<u>18 %</u>	<u>14</u>	<u>3 040 812</u>	<u>19 %</u>
	<u>75</u>	<u>4 940 609 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>74</u>	<u>16 001 949 \$</u>	<u>100 %</u>

La Fiducie est exposée au risque d'un portefeuille de fonds de couverture par le biais d'un contrat à terme de gré à gré (note 5). Le processus d'établissement de la juste valeur des placements dans les fonds de couverture à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié est fondé sur la juste valeur des placements sous-jacents des fonds de couverture. Cette valeur peut différer de celle qui aurait été disponible s'il y avait eu un marché pour ces placements et peut également différer du prix auquel les placements pourraient être vendus.

Le conseiller en placement de la Fiducie cherche à atténuer le risque de marché en investissant dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture dont les rendements sont peu corrélés aux marchés et les uns aux autres. En outre, le conseiller en placement suit l'évolution des placements afin de veiller à ce que la décision d'investir dans une stratégie de fonds de couverture particulière continue d'être adéquate pour le portefeuille du Fonds. Ce suivi comprend notamment une évaluation quantitative et qualitative continue, ainsi qu'un contrôle diligent rigoureux des placements et des activités. Une attention spéciale est portée aux

changements organisationnels effectués par les gestionnaires de fonds de couverture et aux modifications des politiques relatives à leurs objectifs de placement, à leur évaluation, à leur stratégie de couverture, à leur degré de diversification, à leur levier et à leurs frais.

Le tableau qui suit illustre l'incidence sur l'actif net de la Fiducie d'une variation du rendement de chaque stratégie, calculée en fonction de l'écart type de cette stratégie au 31 décembre 2008.

Stratégie	Variation potentielle du rendement de la stratégie* (%)	Incidence sur l'actif net (\$ US)
Activiste	16,73 %	89 045
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	6,48 %	25 452
Arbitrage sur titres en difficulté	7,41 %	6 826
Arbitrage de produits de taux	28,53 %	127 201
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	11,44 %	165 797
Multistratégie	17,26 %	257 241
Arbitrage de réassurance	4,84 %	18 772
Arbitrage statistique	14,29 %	99 115
Arbitrage sur financement structuré	20,78 %	76 847

* La variation potentielle du rendement d'une stratégie est calculée en fonction de l'écart type de chaque stratégie, mesurée sur les 24 derniers mois pour les fonds de couverture figurant dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008.

Risque de change

Le risque de change découle des instruments financiers libellés dans une monnaie autre que le dollar canadien, monnaie fonctionnelle de la Fiducie.

La Fiducie étant exposée à des placements en fonds de couverture libellés essentiellement en dollars américains par le biais du contrat à terme, la valeur de ces placements peut fluctuer selon le taux de change. Elle gère ce risque au moyens de contrats à terme sur devises.

Au 31 décembre 2008, l'incidence sur l'actif net d'une variation de 1 % du dollar canadien aurait été de 1 879 \$.

Risque de liquidité

Le risque de liquidité s'entend du risque que la Fiducie ne soit pas en mesure de satisfaire aux obligations associées à ses passifs financiers, notamment les emprunts, les distributions, le règlement des contrats à terme, les opérations de soutien de marché et les demandes de rachat.

La Fiducie investit essentiellement dans les 75 fiducies de revenu les plus importantes cotées en bourse au Canada. Ces placements sont considérés comme très liquides. La Fiducie est exposée, à travers le contrat à terme, des fonds de couverture pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire actif. Les placements peuvent donc être considérés comme non liquides. Le Fonds est assujéti à des restrictions concernant les rachats de parts sur chacun des fonds de couverture de son portefeuille. En général, les restrictions visent la fréquence des rachats, lesquels peuvent être effectués mensuellement, trimestriellement, semestriellement ou annuellement. Les préavis de rachat varient de 30 à 180 jours. Dans certains cas, les rachats peuvent être assujétiés à des périodes de blocage, à des limitations, à des suspensions et à des restrictions visant les placements non liquides mis de côté.

Pour être en mesure de faire face à ses obligations financières, la Fiducie dispose d'une facilité de crédit qui lui permet d'obtenir de la trésorerie sous certaines conditions contractuelles. Par ailleurs, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié et géré en fonction de la date de liquidation de la Fiducie.

Pour atténuer le risque de liquidité, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié entre différents gestionnaires et stratégies. Cependant, en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement, un bon nombre des stratégies utilisées par les fonds de couverture, fondées sur l'existence de marchés fonctionnels qui permettent notamment aux gestionnaires de prendre des positions à découvert, ont entraîné des pertes, non seulement par suite des mouvements de marché, mais aussi à cause des contraintes de liquidité. Certains gestionnaires n'ont pas été en mesure de vendre des actifs afin d'éviter des pertes additionnelles ou de financer le rachat de parts. Le manque persistant de liquidité a conduit de nombreux fonds de couverture sous-jacents détenus par le Fonds à faire jouer diverses restrictions concernant les rachats de parts, notamment la limitation des rachats à un pourcentage maximum de l'actif net total (dispositions de limitations), la suspension temporaire de tous les rachats ou la liquidation contrôlée des positions en vue d'une cessation des activités.

Le conseiller gère le Fonds en tenant compte de la date de liquidation. Par conséquent, le 31 décembre 2008, il avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents.

La valeur de l'ensemble des demandes de rachat effectuées avant le 31 décembre 2008 est présentée dans le tableau ci-dessous, par date effective du rachat :

<u>Date effective du rachat</u>	<u>Montant (\$ US) au 31 décembre 2008</u>	<u>% du total du fonds de couverture détenu</u>	<u>Montant (\$ US) reçu après la fin de l'exercice</u>
Le 1 ^{er} janvier 2008 ...	369 826	6 %	33 775
Le 1 ^{er} avril 2008	205 403	4 %	43 769
Le 1 ^{er} juillet 2008	651 498	11 %	96 863
Le 1 ^{er} août 2008	78 351	1 %	57 866
Le 1 ^{er} octobre 2008 ..	217 103	4 %	25 954
Le 1 ^{er} décembre 2008	202 908	4 %	—
Le 1 ^{er} janvier 2009 ...	3 754 601	64 %	2 294 684 ¹
Le 1 ^{er} mars 2009	374 638	6 %	—
	<u>5 854 328</u>	<u>100 %</u>	<u>2 552 912</u>

1. Le Fonds a reçu le règlement du rachat avant la date d'effet sur l'un des fonds de couverture. Ce montant est inclus dans les chiffres présentés et figure dans l'état de l'actif net au poste Placements en fonds de couverture vendus d'avance. Il s'élève à 450 893 \$.

Le tableau suivant présente le calendrier prévu pour le règlement des rachats demandés aux gestionnaires des fonds de couverture sous-jacents :

Règlement des rachats prévus en 2009, classés selon le statut des fonds visés :

	Montant (\$)	% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008
Rachats soumis à restriction ^{1,2}	702 090	12 %
En liquidation	942 477	16 %
Cours normal des activités	2 220 757	38 %
	<u>3 865 324</u>	<u>66 %</u>

Règlement des rachats prévus après 2009, classés selon le statut des fonds visés :

	Montant (\$)	% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008
Rachats soumis à restriction ¹	954 204	16 %
En liquidation	1 034 800	18 %
	<u>1 989 004</u>	<u>34 %</u>

1. La catégorie des rachats soumis à restrictions correspond aux cas où le gestionnaire a appliqué certaines restrictions à la demande de rachat, notamment en interrompant les rachats, en imposant des limitations ou en restructurant le fonds, pour créer par exemple une catégorie d'actions de liquidation.
2. Bien que ces rachats soient actuellement soumis à des restrictions, la société de gestion prévoit que le règlement aura lieu en 2009.

Le règlement des demandes de rachat de la Fiducie pourrait s'étendre au-delà de la date de liquidation et avoir une incidence sur la distribution de l'actif au porteur de parts.

Les montants à recevoir sur les rachats de parts de fonds de couverture du Fonds totalisaient 150 791 \$ US au 31 décembre 2008. Le Fonds est exposé au risque de liquidité car ces montants pourraient ne pas être réalisés (recouvrés) pendant une période prolongée. Au 31 décembre 2008, le classement par échéance des montants à recevoir s'établissait comme suit :

	Moins de 60 jours	De 61 à 90 jours	De 91 à 120 jours	Plus de 120 jours	Total
Montant à recevoir sur les rachats de fonds de couverture	—	—	59 953 \$ US	90 838 \$ US	150 791 \$ US

Le conseiller communique régulièrement avec les administrateurs des fonds de couverture pour établir le calendrier de paiement des montants restant à recevoir sur les rachats. L'essentiel des montants à recevoir non réglés à la fin de l'exercice se répartit en deux catégories : les retenues de garantie avant vérification, qui représentent un faible pourcentage des rachats retenu dans l'attente de la vérification du fonds de couverture, et les retenues pour liquidation, qui représentent principalement les positions détenues par les fonds de couverture dans des actifs en cours de liquidation.

Le tableau ci-dessous présente les montants à recevoir sur des rachats de fonds de couverture, par type, au 31 décembre 2008.

<u>Type</u>	<u>Montant (\$ US)</u>
Retenues de garantie avant vérification	98 618 \$
Retenues pour liquidation	<u>52 173 \$</u>
	<u>150 791 \$</u>

Risque de crédit

Outre ses placements en fonds de couverture au moyen d'un contrat à terme, la Fiducie investit dans des titres de créance des secteurs public et privé. Ces instruments financiers comportent le risque que le cocontractant ne puisse pas satisfaire à ses obligations.

Les institutions financières qui agissent à titre de cocontractants représentent aussi un risque de crédit pour la Fiducie relativement aux dérivés, aux facilités de crédit et à la trésorerie. Pour évaluer le risque de crédit, la société de gestion doit souvent se fonder sur les renseignements fournis par le cocontractant ou par une agence de notation, lesquels peuvent être très imprécis. Au 31 décembre 2008, la notation des cocontractants était la suivante :

<u>Instrument :</u>	<u>Notation*</u>
Trésorerie	AA-
Facilités de crédit	AA-
Contrat de change à terme	AA-

* Notations de Standard and Poor's.

La Fiducie ne peut détenir de titres de créance d'émetteurs dont la notation est inférieure à R-1 Moyen. La notation des émetteurs est indiquée dans l'état du portefeuille de placements.

Certains fonds de couverture investissent dans des titres de créance variés, ce qui les expose aux fluctuations des marchés du crédit; très souvent, les gestionnaires des fonds de couverture atténuent le risque lié à l'ensemble des variations du marché du crédit au moyen de diverses techniques de couverture.

De plus, le risque de crédit lié aux placements dans les fonds de couverture est atténué par un processus de contrôle diligent approfondi visant surtout à surveiller chacun des placements afin de s'assurer que la décision d'investir dans une stratégie de fonds de couverture particulière continue d'être adéquate pour le portefeuille du Fonds.

Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est le risque qu'une variation des taux d'intérêt ait une incidence négative sur la juste valeur des titres à revenu fixe ou sur les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier. Les instruments financiers qui peuvent exposer la Fiducie au risque de taux d'intérêt sont les titres à revenu fixe à court terme et l'emprunt bancaire. La durée effective, mesure du risque de taux d'intérêt couramment utilisée, exprimée en années, indique à quel degré un titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Elle tient compte du taux de rendement du titre, du taux du coupon, de l'échéance finale, des caractéristiques de remboursement par anticipation et des autres options intégrées. La durée effective d'un titre indique la variation approximative de la juste valeur à laquelle on peut s'attendre lorsque les taux d'intérêt varient de 1 %. Plus la durée est longue, plus le titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. La sensibilité de la Fiducie aux fluctuations des taux d'intérêt est minime, les titres à revenu fixe étant en général à court terme et détenus jusqu'à l'échéance.

L'emprunt a été entièrement remboursé après la fin de l'exercice et la Fiducie n'a pas l'intention de s'en prévaloir à nouveau avant la date de liquidation. Elle n'est donc exposée à aucun risque de taux d'intérêt.

3. Papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers (« PCAA »)

Un comité de porteurs, appelé Comité pancanadien des investisseurs en papier commercial adossé à des actifs émis par des tiers (le « comité ») a donc été constitué pour réfléchir à une restructuration du marché du PCAA.

Le plan de restructuration consistait à mettre en commun certains conduits de PCAA touchés et à les répartir au prorata entre les véhicules d'actifs cadres nouvellement créés, appelés VAC 1 et VAC 2. VAC 1 exige des

participants une facilité de marge autofinancée en prévision d'éventuels appels de marge. Certains porteurs seulement étaient admissibles à la participation dans VAC 1.

Après la fin de l'exercice, le Fonds est devenu un des investisseurs de VAC 2 et a établi une facilité de marge financée par un syndicat de tiers prêteurs. VAC 2 a émis des billets de catégories A-1, A-2, B et C aux porteurs de PCAA. Chaque catégorie de billets reçus par le Fonds après la fin de l'exercice représente un portefeuille de titres adossés à des créances de sociétés avec et sans effet de levier, d'actifs traditionnels titrisés et de certains actifs hybrides.

Les actifs composant chaque véhicule d'actifs cadres dont la qualité du crédit est douteuse sont désignés comme actifs non admissibles et seront représentés par des billets appelés billets reflets AI, qui porteront intérêt au taux de rendement net généré par l'actif correspondant. Les actifs non admissibles ne sont pas mis en commun.

Les placements dans le PCAA détenus par le Fonds sont considérés comme des instruments financiers aux fins comptables et doivent être présentés à leur juste valeur. Le Fonds a calculé la juste valeur du PCAA à l'aide, essentiellement, d'un modèle d'escompte des flux de trésorerie pondéré en fonction des probabilités. Ce modèle d'évaluation tient compte des conditions du plan de restructuration proposé par le comité ainsi que des données de marché pertinentes, y compris, mais sans s'y limiter, les indices de crédit sur produits financiers structurés. Au 31 décembre 2008, les principales hypothèses étaient notamment une forte probabilité de succès de la restructuration proposée, la combinaison de billets de premier rang et de billets subordonnés à recevoir en échange du PCAA détenu ainsi que d'autres facteurs comme les écarts de taux d'intérêt corrigés du risque, le taux d'escompte et les conditions du crédit. Les principales variables intervenant dans le calcul des facteurs de désactualisation du marché pour les billets étaient les suivantes : le taux CDOR à trois mois, les indices de swaps de défaillance pour les émetteurs de qualité placement et l'indice Merrill Lynch Global US high yield spread.

Le tableau ci-dessous illustre la répartition des actifs dans la restructuration mise en place après la fin de l'exercice, ainsi que les coefficients de désactualisation utilisés par le Fonds pour déterminer la juste valeur du PCAA qu'il détenait au 31 décembre 2008.

Billets restructurés (VAC II)	Notation	Répartition de la valeur nominale**		Date prévue pour le remboursement du capital	Priorité des versements d'intérêts courants	Priorité de remboursement à l'échéance		Facteur de désactualisation du marché utilisé au 31/12/08
		Taux d'intérêt				Intérêts	Capital	
Catégorie A-1	A	199 253	Taux des AB moins 50 points de base	22/01/17	1	1	2	Taux des AB plus 727 points de base
Catégorie A-2	A	76 660	Taux des AB moins 50 points de base	22/01/17	2	3	4	Taux des AB plus 727 points de base
Catégorie B	Pas de notation	13 916	Taux des AB moins 50 points de base	22/01/17	3	5	6	Taux des AB plus 1 768 points de base
Catégorie C	Pas de notation	8 963	Taux des AB plus 20 %*	22/01/17	4	7	8	Taux des AB plus 2 500 points de base

* Étant donné la priorité du versement des intérêts, les intérêts des billets de catégorie C seront probablement inférieurs à 20 %.

** La répartition est fonction de la valeur nominale, à l'exclusion d'éventuels intérêts dus.

Après la fin de l'exercice, le Fonds a reçu des intérêts de 7 263 \$ au titre du PCAA.

La juste valeur du PCAA est donc le résultat d'une estimation de Northwater en fonction de l'information disponible au moment de l'évaluation. Ce calcul a été fondé sur une information susceptible d'être complétée ou de changer. De plus, la juste valeur attribuée au PCAA détenu par le Fonds peut être différente de la valeur réelle réalisée à la vente ou lors d'une autre forme de liquidation. En raison de ces incertitudes, la juste valeur estimative déclarée pourrait varier de façon importante au cours des périodes ultérieures. Les changements possibles dans les hypothèses utilisées au 31 décembre 2008 pouvant avoir un impact significatif sur la valorisation du PCAA sont notamment la variation de valeur des actifs sous-jacents du conduit de PCAA, la modification de la combinaison de billets de premier rang et billets subordonnés à taux variable reçus, ainsi que les variations des écarts de taux d'intérêts corrigés du risque et des hypothèses relatives au taux d'escompte et aux conditions du crédit.

4. Frais de gestion, frais de conseil et autres frais

La Fiducie a retenu les services de Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion ») au titre d'une convention de gestion datée du 15 février 2005. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement »), société constituée en vertu des lois de la province d'Ontario au Canada, agit à titre de conseiller de la Fiducie. Le conseiller en placement est inscrit au Canada comme conseiller dans les catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est inscrit comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également inscrit aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi intitulée *U.S. Investment Advisers Act of 1940*, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *U.S. Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. Il est aussi membre de la National Futures Association des États-Unis.

La société de gestion est responsable de l'administration courante de la Fiducie, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0.25% de l'actif net de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu.

Des frais de service annuels correspondant à 0.40% par an de la valeur liquidative de la Fiducie sont versés à la société de gestion. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ils sont reversés en partie aux courtiers en valeurs inscrits, en contrepartie des services qu'ils rendent aux porteurs de parts. Ils sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Des frais de financement du contrat à terme correspondant à environ 0,60 % par an de la valeur marchande du Fonds doivent être versés au cocontractant du contrat à terme. Ces frais peuvent varier en fonction de la

valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires et ils sont calculés et payés mensuellement, à terme échu. Le coût du levier a été inclus dans l'état des résultats à titre de composante de la valeur du contrat à terme (voir la note 5).

Le Fonds verse également au conseiller en placement des honoraires de conseil annuels correspondant à 1,00 % de l'actif net du Fonds, calculés et payés mensuellement à terme échu.

5. Contrat à terme de gré à gré

La Fiducie a conclu un contrat à terme (le « contrat à terme ») avec une banque canadienne (le « cocontractant »), le 31 mars 2005, afin d'obtenir une exposition à un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture ») détenu par le Fonds, celui-ci étant une société exonérée établie aux îles Caïmans. La Fiducie a cédé en garantie au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires qui est inscrit à l'état des titres en portefeuille. Elle a ainsi convenu de livrer le portefeuille d'actions ordinaires au cocontractant, à la date de liquidation ou vers cette date, en échange du produit du rachat du Fonds, déduction faite du levier financier assumé par le cocontractant afin d'assurer l'exposition au Fonds, et des coûts afférents. C'est pourquoi la valeur du contrat à terme est établie selon la variation de la valeur du Fonds et du portefeuille d'actions ordinaires, déduction faite du coût du levier. Les variations de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires n'ont pas d'incidence sur la valeur liquidative déclarée de la Fiducie, étant donné que toute diminution ou augmentation de sa valeur est contrebalancée par une augmentation ou diminution correspondante de la valeur du contrat à terme. Le contrat à terme arrive à échéance le 31 mars 2012. La Fiducie a l'intention de liquider le contrat à terme avant son échéance, dans le cadre de ses procédures de liquidation.

Le valeur notionnelle du contrat à terme de gré à gré s'établissait à 7 085 168 \$ US et à 1 871 724 \$ CA au 31 décembre 2008 (15 617 647 \$ US et 2 201 997 \$ CA au 31 décembre 2007). Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le cocontractant a demandé le rachat de 850,99 actions participatives du Fonds pour un total de 8 950 000 \$ US. L'exposition cible au Fonds équivaut à 100 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2008 s'établissait à 198 %. La Fiducie est tenue de prendre des mesures en vue de réduire le levier financier si cette exposition dépasse 120 %. Elle les a mises en place avant la fin de l'exercice en demandant le rachat des fonds de couverture au niveau du Fonds. L'exposition a diminué, et elle continuera de diminuer après la fin de

l'exercice, à mesure que le Fonds recevra le règlement des demandes de rachat et que le cocontractant réduira son exposition au Fonds.

La solvabilité du cocontractant a été examinée avant l'opération et est passée en revue régulièrement conformément aux normes de crédit établies par la société de gestion. Au 31 décembre 2008, la notation du cocontractant était de AA-. La Fiducie doit recevoir des sommes du cocontractant à l'échéance du contrat à terme. En vertu des modalités du contrat à terme, la Fiducie peut résilier le contrat si la notation du cocontractant diminue en deçà d'un certain seuil.

La Fiducie est exposée au portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre du Fonds au moyen du contrat à terme. Les fonds de couverture à stratégie neutre qui font partie du portefeuille du Fonds sont constitués et domiciliés dans des territoires de compétence non américaine, essentiellement les Bermudes, les îles Caïmans et les îles Vierges britanniques. Ils sont gérés par des gestionnaires de portefeuille indépendants du gérant et du conseiller en placement, dont ils assument la rémunération. Cette rémunération comprend des honoraires fondés sur la valeur des actifs, qui se situent en général entre 1 % et 2 % par année, et une prime de rendement, se situant en général entre 10 % et 20 % du revenu net gagné au-delà d'un seuil préétabli. La rémunération versée aux gestionnaires indépendants des portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre n'est pas calculée ni présentée séparément par le Fonds, mais incluse dans l'évaluation de chaque fonds. Les modalités de rachat des fonds de couverture à stratégie neutre varient et peuvent être mensuelles ou annuelles, les préavis allant en général de 30 à 180 jours, et les placements dans ces fonds peuvent être assujettis à des dispositions de blocage.

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture, classés par stratégie, au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2008			31 décembre 2007		
	Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)		Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)	
Activiste	1	532 392 \$	9 %	1	823 361 \$	5 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	2	392 981	7 %	3	2 393 950	13 %
Arbitrage sur titres en difficulté	1	92 079	2 %	4	2 214 191	12 %
Arbitrage de produits de taux	3	445 802	8 %	3	1 138 400	6 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	—	—	1	213 907	1 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	1 449 421	25 %	4	2 727 271	15 %
Multistratégie	6	1 490 007	25 %	6	3 918 539	22 %
Arbitrage de réassurance ..	2	388 057	6 %	2	1 199 750	7 %
Arbitrage sur financement structuré	1	369 826	6 %	2	1 456 923	8 %
Arbitrage statistique	3	693 763	12 %	4	2 024 325	11 %
	<u>23</u>	<u>5 854 328 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>30</u>	<u>18 110 617 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 31 décembre 2008 et 2007. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance.

Total de l'actif de chaque fonds de couverture (en millions de dollars US)

	2008	2007
< 100	3	0
100 – 250	2	7
250 – 500	5	2
500 – 750	1	2
750 – 1 000	0	3
> 1 000	12	16
	<u>23</u>	<u>30</u>

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 31 décembre 2008 et 2007. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.

<u>Années écoulées</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
< 3	1	2
3 – 6	6	16
6 – 9	8	7
9 – 12	5	2
12 – 15	2	2
> 15	1	1
	<u>23</u>	<u>30</u>

Le tableau ci-après présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds par domiciliation aux 31 décembre 2008 et 2007.

<u>Domiciliation</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
Îles Caïmans	20	26
Îles Vierges britanniques	2	2
Bermudes	1	2
	<u>23</u>	<u>30</u>

6. Distributions

La Fiducie a pour objectif de verser aux porteurs de parts des distributions mensuelles offrant un rendement annuel de 9,5 % sur le prix d'émission initial des parts. Pour obtenir ce rendement annuel ciblé, les distributions mensuelles sont composées des distributions reçues par la Fiducie sur le portefeuille de fiducies de revenu, ainsi que d'une distribution supplémentaire annuelle de 3,5 % sur le prix d'émission initial des parts tirée du rendement du Fonds.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 0,90 \$ par part (pour un total de 1 653 565 \$), contre 0,96 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 (pour un total de 2 202 204 \$).

7. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Le montant de la facilité de crédit alloué à la Fiducie pour lui permettre de mettre en œuvre sa stratégie de placement ne peut excéder 10 % du total de son actif, tel qu'il

est établi au moment de l'emprunt. Des emprunts additionnels en vertu de la facilité de crédit peuvent être effectués pour les besoins du fonds de roulement, à condition que le montant total de l'encours n'excède pas 15 % du total de l'actif de la Fiducie tel qu'il est établi immédiatement après un emprunt. Si, à quelque moment que ce soit, le montant des emprunts en cours en vertu de la facilité de crédit excède 20 % du total de l'actif de la Fiducie, le fiduciaire fera en sorte que la Fiducie vende des parts de fiducies de revenu et affecte le produit de la vente à la réduction de la dette afin que le montant total de ses emprunts n'excède pas 20 % du total de son actif. En cas de défaut de la part de la Fiducie aux termes de la facilité de crédit, le recours de la banque sera limité à l'actif de la Fiducie.

L'emprunt bancaire a varié entre 500 000 \$ et 2 591 000 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (il avait varié entre 2 574 032 \$ et 2 690 571 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008 s'est établi à 4,38 %.

8. Capitaux propres

Le capital autorisé de la Fiducie comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont cessibles et représentent une participation égale indivise dans l'actif net de la Fiducie. Toutes les parts appartiennent à la même catégorie et comportent des droits et des privilèges égaux. Chaque part confère une voix à toute assemblée des porteurs de parts et une participation égale à toute distribution effectuée par la Fiducie. La Fiducie n'émet pas de fractions de parts.

La Fiducie a réalisé un produit brut de 32 500 000 \$ à l'émission de 3 250 000 parts lors de son premier appel public à l'épargne en février 2005. La rémunération des placeurs pour compte et les frais de ce placement se sont élevés respectivement à 1 706 250 \$ et à 487 500 \$.

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 1,25 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts sur le marché est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part déclarée à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. En août 2008, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 166 009 parts, soit 10 % de son flottant durant la période du 11 septembre 2008 au 10 septembre 2009. Dans le cadre d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à

son obligation trimestrielle de soutien du marché, la Fiducie a acheté, aux fins d'annulation, 133 700 parts, pour un total de 858 296 \$, au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (140 209 parts, pour un total de 1 167 939 \$, pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Les porteurs peuvent également demander le rachat de leurs parts le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, moyennant un avis transmis à la société de gestion au moins 45 jours avant cette date. Les parts ne sont rachetées que le 30 juin de chaque année (la « date de rachat »), et la Fiducie se réserve le droit de suspendre les rachats en certaines circonstances. Les porteurs dont les parts sont rachetées reçoivent un prix de rachat égal à la valeur liquidative par part déclarée à la date de rachat, payable au plus tard le 30^e jour ouvrable suivant la date de rachat applicable (la « date de paiement »). Les distributions à verser aux porteurs de parts inscrits au plus tard à la date de rachat à l'égard des parts présentées au rachat sont également versées à la date de paiement. Néanmoins, la Fiducie n'est pas tenue de racheter plus de 15 % du nombre de parts en circulation à une date de rachat donnée. Si le nombre de parts présentées au rachat à une date de rachat donnée dépasse 15 % des parts en circulation à cette date et que la Fiducie ne choisit pas de racheter la totalité des parts présentées au rachat, le rachat des parts est effectué au prorata.

Au 30 juin 2008 (date de rachat annuelle), 1 065 089 parts avaient été présentées au rachat (900 902 parts au 30 juin 2007). Comme le nombre de parts présentées au rachat dépassait 15 % des parts en circulation à la date de rachat, les parts ont été rachetées au prorata. Le 23 juillet 2008, 297 350 parts ont été rachetées, à la valeur liquidative par part déclarée au 30 juin 2008, soit 8,3470 \$, pour une contrepartie en numéraire de 2 481 981 \$ (373 754 parts pour une contrepartie de 3 592 972 \$ au 30 juin 2007).

Les capitaux propres se composent du capital social et du déficit. Les tableaux qui suivent présentent les opérations portant sur le capital social et le déficit effectués au cours des périodes indiquées :

Exercice terminé le 31 décembre 2008	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2007	2 041 136	19 033 594	\$ 31 709	\$ (2 100 923)	\$ 16 964 380
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	—	—	—	(8 158 897)	(8 158 897)
Parts annulées au cours de l'exercice	(133 700)	(1 246 753)	388 457*	—	(858 296)
Parts rachetées au cours de l'exercice	(297 350)	(2 772 789)	290 808*	—	(2 481 981)
Distributions	—	—	—	(1 653 564)	(1 653 565)
Solde au 31 décembre 2008	<u>1 610 086</u>	<u>15 014 052</u>	<u>710 974</u>	<u>(11 913 384)</u>	<u>3 811 642</u>

Exercice terminé le 31 décembre 2007	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2006	2 555 090	23 826 214	\$ —	(1 325 799)	\$ 22 500 415
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	—	—	—	1 427 080	1 427 080
Parts annulées au cours de l'exercice	(140 200)	(1 307 365)	139 426*	—	(1 167 939)
Parts rachetées au cours de l'exercice	(373 754)	(3 485 255)	(107 717)*	—	(3 592 972)
Distributions	—	—	—	(2 202 204)	(2 202 204)
Solde au 31 décembre 2007	<u>2 041 136</u>	<u>19 033 594</u>	<u>\$ 31 709</u>	<u>\$ (2 100 923)</u>	<u>\$ 16 964 380</u>

9. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2008, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (la « Loi de l'impôt »). Dans le calcul de son revenu aux fins de l'impôt, la Fiducie a l'intention de traiter les gains ou pertes à la cession des titres du portefeuille d'actions ordinaires aux termes du contrat à terme comme des gains ou pertes en capital. Étant donné que l'intégralité du

revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets réalisés tirés de ses placements, est versée ou à verser aux porteurs de parts chaque année civile, celle-ci n'a pas d'impôt à payer en vertu des dispositions actuelles de la Loi de l'impôt. Le revenu est imposable entre les mains des porteurs de parts. Il peut arriver que la Fiducie distribue plus de revenu qu'elle n'en gagne aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit en conséquence. Le revenu net imposable peut différer du revenu net aux fins comptables.

Au 31 décembre 2008, la Fiducie ne disposait d'aucun report de pertes autres qu'en capital (aucun en 2007) et pouvait se prévaloir de 2 057 395 \$ de pertes en capital (aucune au 31 décembre 2007).

10. Rapprochement de la valeur liquidative et de l'actif net

Le tableau suivant présente un rapprochement entre la valeur liquidative publiée au 31 décembre 2008 et l'actif net calculé conformément aux PCGR.

	<u>Total</u>	<u>Par part</u>
Actif net selon l'état de l'actif net	3 811 642 \$	2,37 \$
Ajustement au titre du chapitre 3855	11 001	—
Valeur liquidative publiée	<u>3 822 643 \$</u>	<u>2,37 \$</u>

11. Indemnités

La Fiducie conclut diverses conventions qui peuvent comporter des clauses d'indemnisation aux termes desquelles, lorsque surviennent certains événements, elle peut être tenue de verser certaines indemnités. Par le passé, aucune indemnité n'a été versée en vertu de ces clauses, et la Fiducie estime le passif exigible correspondant à zéro.

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

Au premier rang de l'innovation financière depuis janvier 1989, Northwater Capital Management Inc. propose des solutions de portefeuille personnalisées aux investisseurs internationaux au moyen de sa plateforme exclusive de gestion de portefeuilles (Portfolio Platform™) qui offre la souplesse et la capacité d'extension nécessaires pour satisfaire une large gamme de besoins en placement.

Northwater Capital Management Inc. est réputée pour sa capacité d'indexation qui permet aux investisseurs d'avoir accès à faible coût aux marchés des actions et des instruments à taux fixe internationaux. De plus, grâce à son expertise en création de portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre qui génèrent des rendements constants dans des conjonctures de marché normales et extrêmes, Northwater est en mesure d'offrir une source fiable d'alpha ou de plus-value. La technologie éprouvée de Northwater en matière de structuration tient compte de ces deux composantes en vue de créer une source de valeur ajoutée permettant d'atteindre les objectifs des investisseurs en termes de ratio risque/rendement de façon efficace et rentable.

Forte de plus de quatorze années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 7,9 G\$ CA, dont 2,8 G\$ US en fonds de couverture au 31 décembre 2008. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre.

Northwater prodigue des conseils à des clients institutionnels au Canada, aux États-Unis, en Australie, au Royaume-Uni et dans le reste de l'Europe. Elle est établie à Toronto, à New York et à Chicago.

Northwater agit à titre de conseiller de Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} et également des deux fiducies de placement à capital fixe suivantes, dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto :

- Northwater Market-Neutral Trust, créée en 1997, premier instrument de placement négocié en Bourse au Canada investi dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre.
- Northwater Five-Year Market-Neutral Trust, lancée en 2004.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

Suite 4700, BCE Place
Bay Wellington Tower
181 Bay Street, P.O. Box 794
Toronto, Ontario M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

Northwater Fund Management Inc.
Suite 4700, BCE Place
181 Bay Street, P.O. Box 794
Toronto, Ontario M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLER EN PLACEMENT DE ENHANCEMENT FUND LIMITED

Northwater Capital Management Inc.
Suite 4700, BCE Place
181 Bay Street, P.O. Box 794
Toronto, Ontario M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault LLP
Suite 4700, Box 48
Toronto Dominion Bank Tower
Toronto, Ontario M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.
Suite 3000, Box 82
Royal Trust Tower, Toronto Dominion Centre
Toronto, Ontario M5K 1G8

**POUR OBTENIR D'AUTRES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ
COMMUNIQUER AVEC :**

Mohamed Khaki
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

Pour connaître la valeur liquidative déclarée la plus récente, veuillez composer le 1 (888) 429-8774

Symbol TSE : NTP.UN



